



MONATSBERICHT MAI 2012

„17. Juni“

„Große Ereignisse werfen ihre Schatten voraus“, so sagt man. In diesem Fall scheint sich die Redewendung durchaus zu bewahrheiten, da das Versäumnis des griechischen Parlaments, nach der Wahl vom 6. Mai 2012 eine Regierung zu bilden, die Unsicherheit an den Märkten enorm erhöht hat. Das nächste schicksalsträchtige Datum ist der 17. Juni 2012 - an diesem Tag wird das griechische Volk erneut aufgerufen sein, ein Parlament zu wählen. Vom Ausgang dieser Wahl hängen in den Augen vieler Wohl und Wehe des Euro ab. Sollte es die linksextreme Koalition Syriza schaffen, die stärkste Kraft im Land zu werden, fürchtet man das Ausscheiden Griechenlands aus dem Euro. Gerade wir Deutschen haben ja einen besonderen Bezug zu dem Datum „17. Juni“, da wir diesen Tag 36 Jahre lang als den Tag der Deutschen Einheit begangen haben, in Gedenken an den Volksaufstand in der DDR am 17. Juni 1953. Ob auch der 17. Juni 1945 als Gründungstag der CDU historische Bedeutung hat, bleibt der politischen Meinung des Lesers überlassen.

Tatsache ist, dass die kommende Wahl in Griechenland Richtungscharakter hat. Sollte tatsächlich ein Bündnis die neue Regierung bilden, welches sämtliche bisher getroffene Vereinbarungen unilateral aufkündigt, dann könnte es zu noch stärkeren Verwerfungen an den Märkten kommen. Die Wahrscheinlichkeit eines Ausscheidens Griechenlands geeint mit einem unkontrollierten Zahlungsausfall (Default) wird als nicht gerade gering eingestuft. Das Marktinformationssystem Bloomberg hatte sich Ende Mai 2012 jedenfalls bereits vorbereitet (siehe Grafik 1), allerdings kurze Zeit später wieder zumindest an der Oberfläche korrigiert (siehe Grafik 2), sodass die Griechische Drachme (nach Euro) nun nicht mehr auffindbar ist.



Grafik 1: Ausschnitt Bloomberg, Ende Mai 2012



Grafik 2: Ausschnitt Bloomberg, 5. Juni 2012

Griechische Banken haben bereits einen größeren Rückgang an Kundengeldern zu verzeichnen (zwischen September 2009 bis März 2012 über 30% Rückgang), welcher sich in den letzten Wochen sicher noch verstärkt hat. Aus dem Rettungsfonds EFSF haben die griechischen Banken Ende Mai 2012 insgesamt 18 Milliarden Euro Hilfe zur Rekapitalisierung erhalten. Sollte es dennoch ernst mit einem möglichen Austritt Griechenlands werden, dann befürchten einige Beobachter, dass es auch zu einem verstärkten Abfluss von Kundengeldern bei spanischen und italienischen Banken kommen könnte. Die jüngst aufgekommene Diskussion über eine europäische Banken-Union im Stil der US-amerikanischen Einlagensicherung FDIC sollte hoffentlich beizeiten erfolgreich beschlossen werden, um einen Aderlass der bedrohten Banken zu vermeiden.

Dass allerdings überhaupt über derartige, noch vor wenigen Monaten als Spinnereien abgetane Themen diskutiert wird, zeigt den massiven Vertrauensverlust der Akteure an den Märkten. Da kaum mit einer schnellen, wie auch immer gearteten Lösung in Griechenland zu rechnen ist, weiß niemand, wann und vor allem wie dieses Vertrauen zurückgewonnen werden kann. Allem Anschein nach ist jedoch der Weg in eine politische Einheit Europas vorgezeichnet, wenn man den Euro als Gemeinschaftswährung erhalten möchte. Wann das Gründungsjahr der



ETHENEA Independent Investors

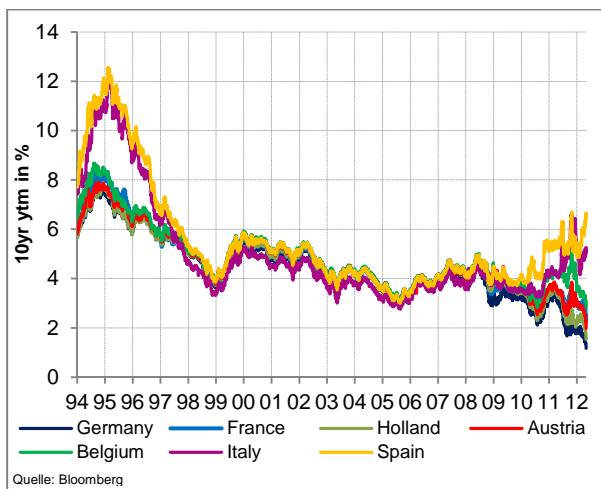
Morningstar Rating: ★★★★★



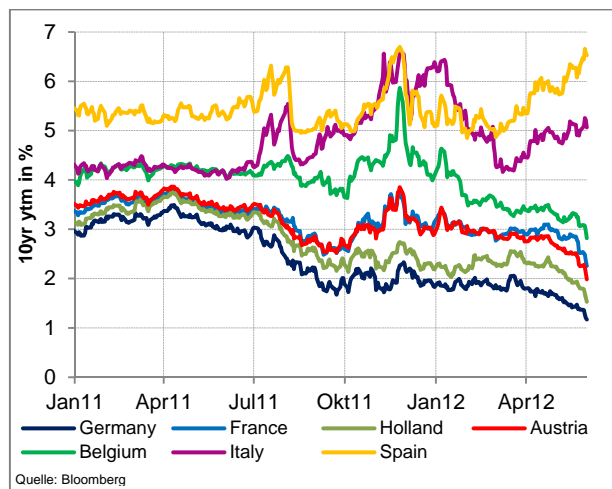
Interessenverband vermögensverwaltender Investment-Fonds

Vereinigten Staaten von Europa allerdings sein wird, lässt sich schwer abschätzen. Der Autor hofft hier auf eher früher als letztendlich zu spät.

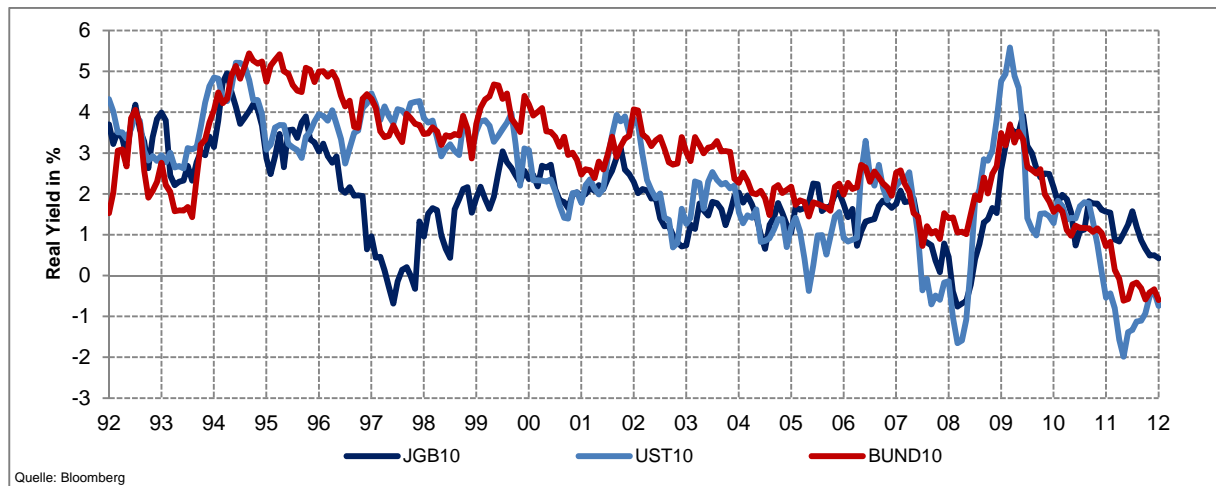
Die Kapitalmärkte sind anscheinend erneut allem voraus. Grafiken 3 und 4 zeigen den Verlauf der Renditeentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder. Insbesondere Grafik 3 zeigt deutlich, wie die Eurokonvergenz vonstatten ging, d.h. wie sich während der Jahre 1995 bis 1999 die italienischen und spanischen Renditen stark den Renditen Kerneuropas annäherten. Grafik 4 zeigt die jüngere Entwicklung der Renditen, wobei vor allem in den letzten Wochen eine deutliche Differenzierung an den Märkten zwischen Kern und Peripherie stattfand. Interessant ist es vielleicht herauszustellen, dass die Kapitalmärkte Belgien beim letzten Höhepunkt der Krise im zweiten Halbjahr 2011 eher der Peripherie zugerechnet haben, während in der momentanen Phase Belgien dem Kern zuzurechnen ist.



Grafik 3: Veränderung der Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen von 1994 bis 2012



Grafik 4: Ausschnitt - Veränderung der Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen von Januar 2011 bis April 2012



Grafik 5: Entwicklung der realen Renditen im 10-jährigen Segment

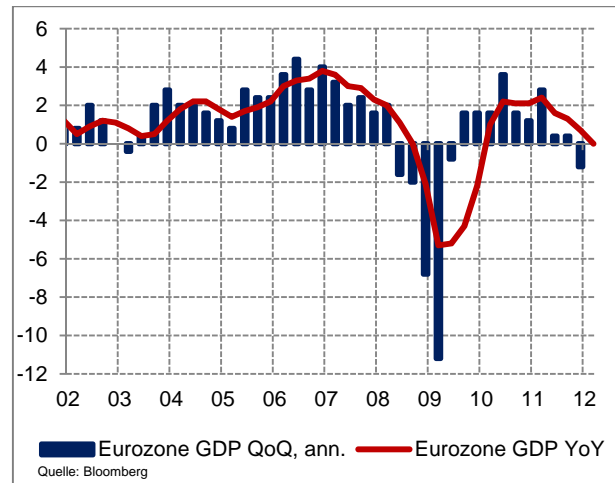


Man hört in letzter Zeit häufiger den Satz, dass man sich in Deutschland auf japanische Verhältnisse einstellen müsse. Gemeint sind damit meist die Renditeerwartungen für die 10-jährige Bundesanleihe, die ihren bisherigen Tiefststand bei 1,17% hatte. Die 10-jährige japanische Anleihe hatte ihren Tiefpunkt in 2003 bei 0,70% Rendite. Wenn man sich nun allerdings in einer vereinfachten Art einer realen Rendite zuwendet, also Nominalrendite abzüglich der momentanen Inflationsrate, dann ergibt sich in Grafik 5 ein völlig anderes Bild. Bei einer 10-Jahresrendite der aktuellen Bundesanleihe von ca. 1,2% und einer aktuellen Inflationsrate in Deutschland von 1,8% ergibt sich eine negative reale Rendite von -0,6%. Der aktuelle Wert in Japan liegt demgegenüber bei sozusagen stolzen 0,5%, was eine Bundrendite von 2,3% im jetzigen Umfeld erfordern würde. Die Erfahrung zeigt, dass eine negative Verzinsung immer ein kurzfristiges Phänomen darstellt. Sofern man also nicht mit einer massiven Deflation in Deutschland rechnet, sollten die Renditen der Bundesanleihen wieder auf ein rationales Niveau ansteigen.

Das überraschend gute Wachstum im ersten Quartal in Deutschland (siehe Grafik 6) lässt jedenfalls zum heutigen Zeitpunkt keine Deflationsgefahr erkennen, auch wenn das Wachstum im zweiten Quartal offenbar etwas schwächer ausfallen wird. Die zu beobachtenden Lohnabschlüsse in der jüngeren Vergangenheit nördlich der 6% lassen eher Inflationsdruck vermuten. Die Eurozone ist in ihrer Gesamtheit bislang an einer formellen Rezession vorbeigeschrammt, wobei das Nullwachstum im ersten Quartal fast dazu geführt hätte (siehe Grafik 7).



Grafik 6: Verlauf der Wachstumsraten des BIP für Deutschland auf Quartals- und Jahresbasis



Grafik 7: Verlauf der Wachstumsraten des BIP für die Eurozone auf Quartals- und Jahresbasis

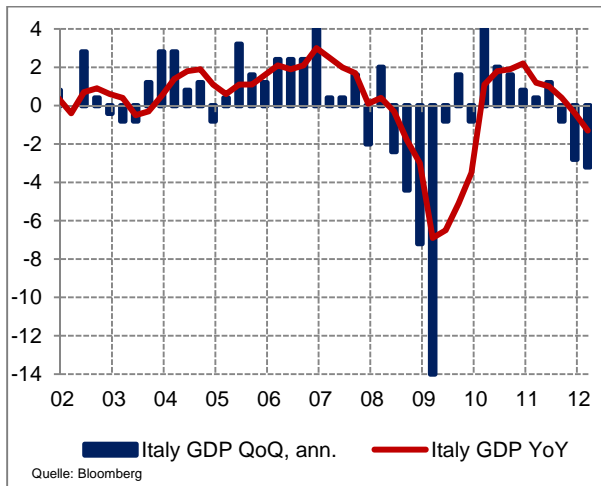
Da sich sowohl Italien als auch Spanien seit einiger Zeit in einer Rezession befinden (siehe Grafiken 8 und 9) und Deutschland zudem im zweiten Quartal ein geringeres Wachstum verzeichnen wird, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die gesamte Eurozone in eine Rezession zurückkehrt. In diesem Fall wird wohl auch die EZB agieren und weitere geldpolitische Stützungsmaßnahmen beschließen - dies können dann nicht nur Zinssenkungen, sondern auch andere unkonventionelle Maßnahmen sein, wie beispielsweise LTROs oder die Einführung einer Zinsobergrenze für Euro-Staatsanleihen.

Die EZB genießt als eine der letzten Institutionen in der Eurozone das Vertrauen der Kapitalmärkte. Unserer Meinung nach kann man mit großer Sicherheit davon ausgehen, dass die EZB im Fall einer euroweiten Rezession angemessen reagieren wird.

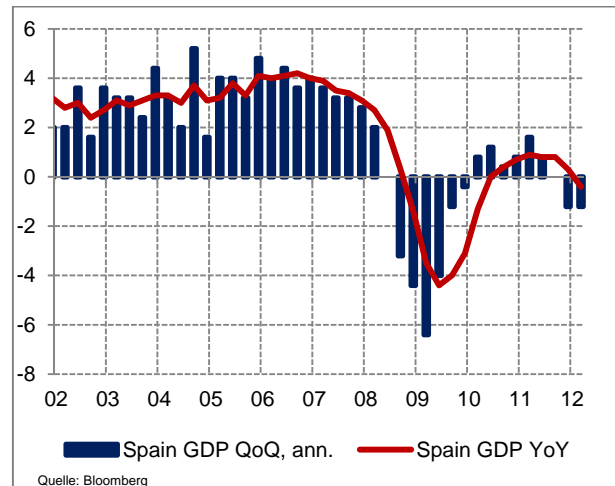




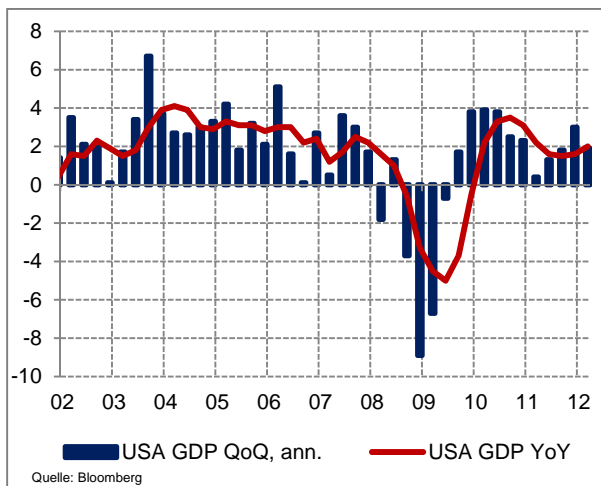
Wenn man bedenkt, dass das Wachstum in den USA (siehe Grafik 10) und China (siehe Grafik 11) zuletzt eher negativ überrascht hat, kann man ebenfalls von Seiten der Fed und der Bank of China entsprechende Maßnahmen erwarten. Das Verlangen der Märkte nach einem *Quantitative Easing 3* für die USA ist jedoch aufgrund der europäischen Entwicklungen etwas in den Hintergrund getreten. Ein erneutes Erwachen ist allerdings sehr wahrscheinlich und in diesem Umfeld wohl auch von Erfolg gekrönt.



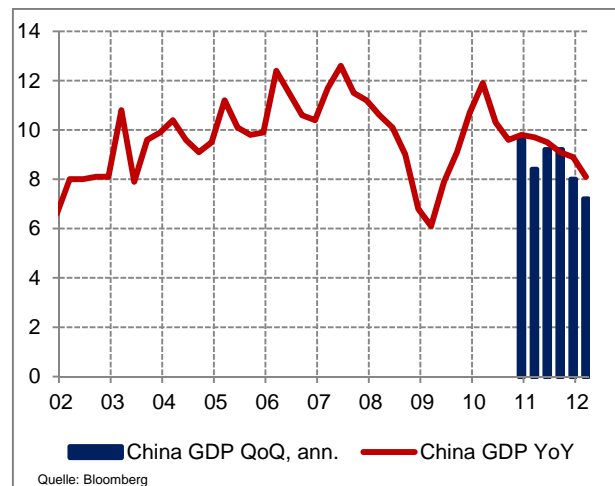
Grafik 8: Verlauf der Wachstumsraten des BIP für Italien auf Quartals- und Jahresbasis



Grafik 9: Verlauf der Wachstumsraten des BIP für Spanien auf Quartals- und Jahresbasis



Grafik 10: Verlauf der Wachstumsraten des BIP für die USA auf Quartals- und Jahresbasis



Grafik 11: Verlauf der Wachstumsraten des BIP für China auf Quartals- und Jahresbasis

Soweit zu der Betrachtung der Vergangenheit. Die vorwärtsgewandten Indikatoren wie die Einkaufsmanager-Indizes (siehe Grafik 12) oder der Frachtraten-Index Baltic Dry (siehe Grafik 13) lassen auch nicht gerade Euphorie aufkommen, was die weitere wirtschaftliche Entwicklung angeht. Selbst die deutschen Indizes ZEW



ETHENEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

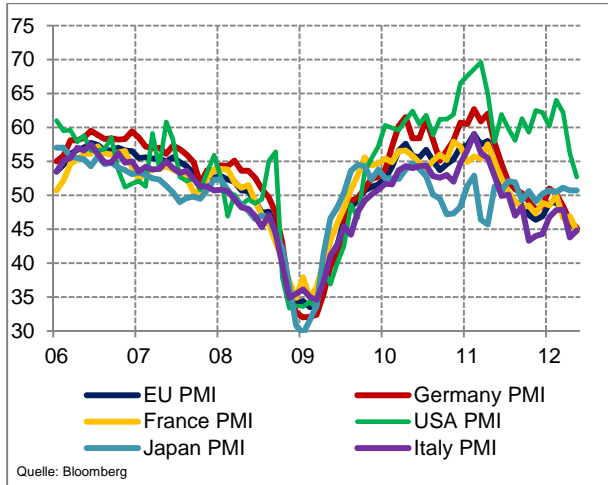


Interessenverband
vermögensverwaltender
Investment-Fonds

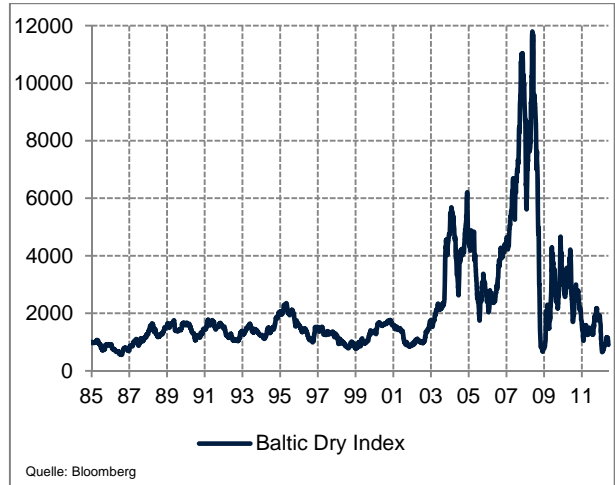


und IFO, die beide zuvor immer positiv überraschten, haben sich kürzlich gewendet (siehe Grafik 14). Auch die US-Indizes haben auf Sturm gedreht (siehe Grafik 15), sodass die Wahrscheinlichkeit einer Einführung weiterer Maßnahmen der relevanten Zentralbanken zugenommen hat.

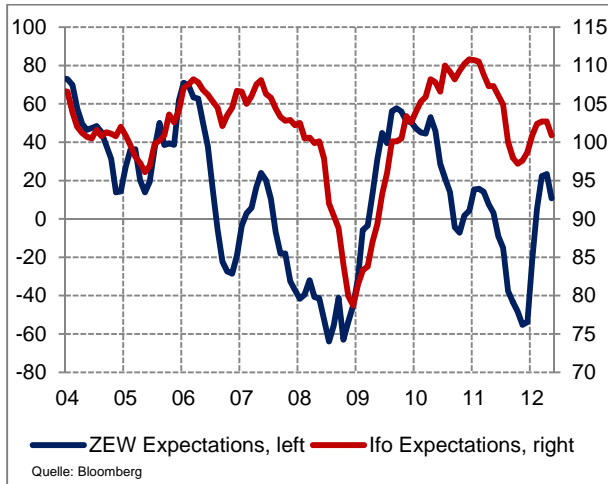
Dies setzt zudem die Regierungen vor allem in Europa unter Druck, endlich einen für die Märkte glaubhaften Weg aus der Krise einzuschlagen.



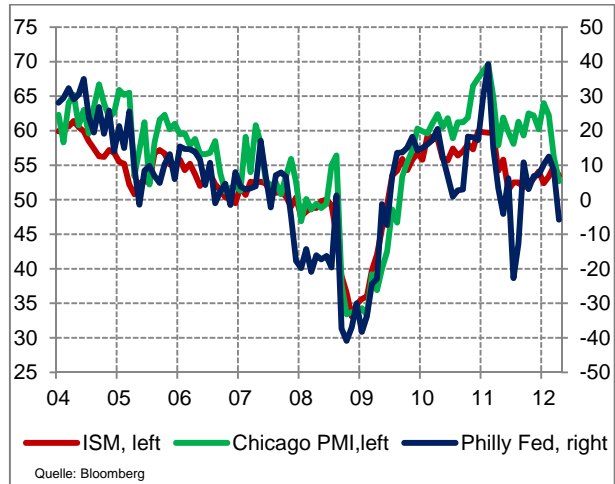
Grafik 12: Veränderung der Einkaufsmanager-Indizes nach Ländern von 2006 bis heute



Grafik 13: Entwicklung des Frachtratenindex Baltic Dry von 1985 bis heute



Grafik 14: Entwicklung der konjunkturellen Frühindikatoren ZEW und IFO von 2004 bis heute



Grafik 15: Veränderung der US-Indizes von 2004 bis heute





	Currency									
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	87.79	1.2364	1.201	0.80196	96.93	1.27002	7.5559	1.2772	2.3056	7.8706
1M	-3.4%	-6.5%	-0.0%	-1.6%	-8.2%	0.0%	-0.3%	-2.2%	-0.9%	-5.6%
YtD	-3.2%	-4.6%	-1.3%	-4.0%	-2.8%	0.5%	-2.5%	-3.1%	-5.6%	-4.3%

	Germany Gvmt				ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.002	0.337	1.2	120	180	417	297	498
1M	-8	-26	-46	-39	39	45	55	107
YtD	-14	-42	-63	-49	7	-161	19	-11

	Yield pick-up to German 10y Gvmt										
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	36	37	-38	116	91	41	402	536	1083	2963	701
1M	25	45	-77	130	101	58	318	411	896	1851	654
YtD	5	15	-84	132	108	36	456	326	1153	3313	638

	Equities					
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	6264.38	12393.45	2118.94	3017.01	5320.86	8542.73
1M	-7.3%	-6.2%	-8.1%	-6.1%	-7.3%	-10.3%
YtD	6.2%	1.4%	-8.5%	-4.5%	-4.5%	1.0%

Grafik 16: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)

Ethna-AKTIV E	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	1.9%	0.0%	1.5%	0.0%	3.4%
Insurance	4.4%	0.8%	0.6%	0.6%	6.4%
Other	0.0%	0.8%	0.0%	0.4%	1.2%
Ethna-GLOBAL Defensiv	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	0.8%	0.0%	1.2%	0.0%	2.0%
Insurance	3.2%	2.1%	0.0%	0.5%	5.7%
Other	0.7%	0.9%	0.0%	0.0%	1.6%
Ethna-GLOBAL Dynamisch	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%
Insurance	6.1%	2.2%	0.0%	0.0%	8.3%
Other	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	2.1%

Grafik 17: Anteil der Nachranganleihen am Gesamtportfolio vom Ethna-AKTIV E, Ethna-GLOBAL Defensiv und Ethna-GLOBAL Dynamisch





Aktuell verzeichnet das Rentenportfolio des Ethna-AKTIV E eine Rendite von 5,05%, bei einem Rating zwischen A und A+ und einer modified duration von 5,32. Der GLOBAL Defensiv liegt bei 4,5% Rendite ebenfalls mit einem Rating zwischen A und A+ und einer modified duration von 5,63. Im Ethna-GLOBAL Dynamisch wird aktuell eine Rendite von 6,03% erzielt mit einem Rating zwischen BBB- und BBB und einer modified duration von 5,57.

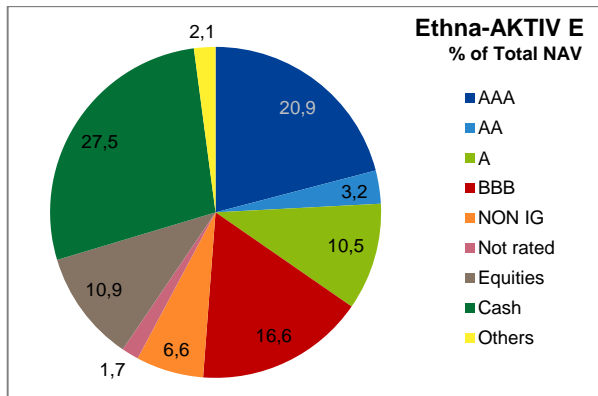
Unsere Bemühungen um Diversifikation sind fortgesetzt worden, nicht nur bei der Anzahl der Schuldtitel, sondern auch in der geografischen Verteilung der Schuldner, wie man den folgenden Grafiken entnehmen kann.

In dem aktuell sehr schwierigen Marktumfeld werden wir keine neuen Risiken mit den Fonds eingehen, sondern stattdessen in altbewährter Manier versuchen weiterhin größere Verluste zu vermeiden.

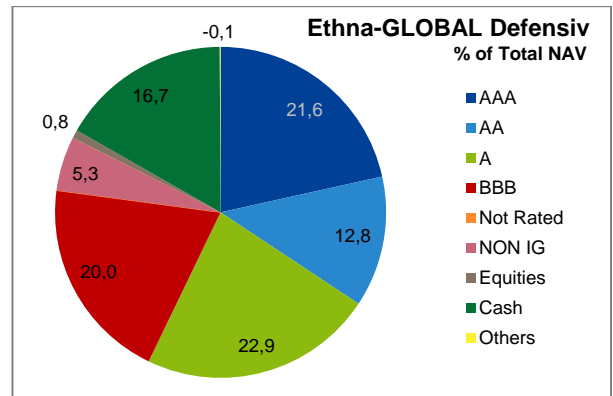
Value-at-Risk		Ethna-AKTIV E	Ethna-GLOBAL Defensiv	Ethna-GLOBAL Dynamisch
99%, 1d		0.4 %	0.3 %	1.1 %
99%, 20d		1.9 %	1.3 %	5.0 %
Stresstest	Scenario			
WorstCase		-8.0 % I+S+V+F-E-	-8.8 % I+S+V+F-E-	-7.7 % I+S+V+F-E-
I: Interest Rates + 150 bp	I+S0V0F0E0	-4.4 %	-5.7 %	-2.9 %
I: Interest Rates - 150 bp	I-S0V0F0E0	4.1 %	5.7 %	3.1 %
S: Creditspreads * 1,25	I0S+V0F0E0	-2.2 %	-2.4 %	-1.7 %
S: Creditspreads * 0,85	I0S-V0F0E0	1.1 %	1.4 %	1.0 %
V: Volatilities * 1,45	I0S0V+F0E0	-0.4 %	-0.3 %	-0.5 %
V: Volatilities * 0,969	I0S0V-F0E0	0.0 %	0.0 %	0.0 %
F: Fx Rates + 4 * Vola	I0S0V0F+E0	0.5 %	0.4 %	0.1 %
F: Fx Rates - 4 * Vola	I0S0V0F-E0	-0.5 %	-0.4 %	-0.1 %
E: Equities + 4 * Vola	I0S0V0F0E+	0.7 %	0.1 %	2.2 %
E: Equities - 4 * Vola	I0S0V0F0E-	-0.7 %	-0.1 %	-2.3 %

Grafik 18: Ergebnisse des Value-at-Risk-Tests sowie der Stresstest-Szenarien für die Ethna Funds

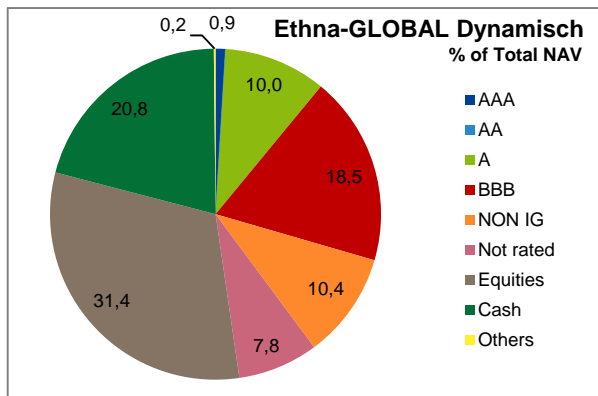




Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenrating

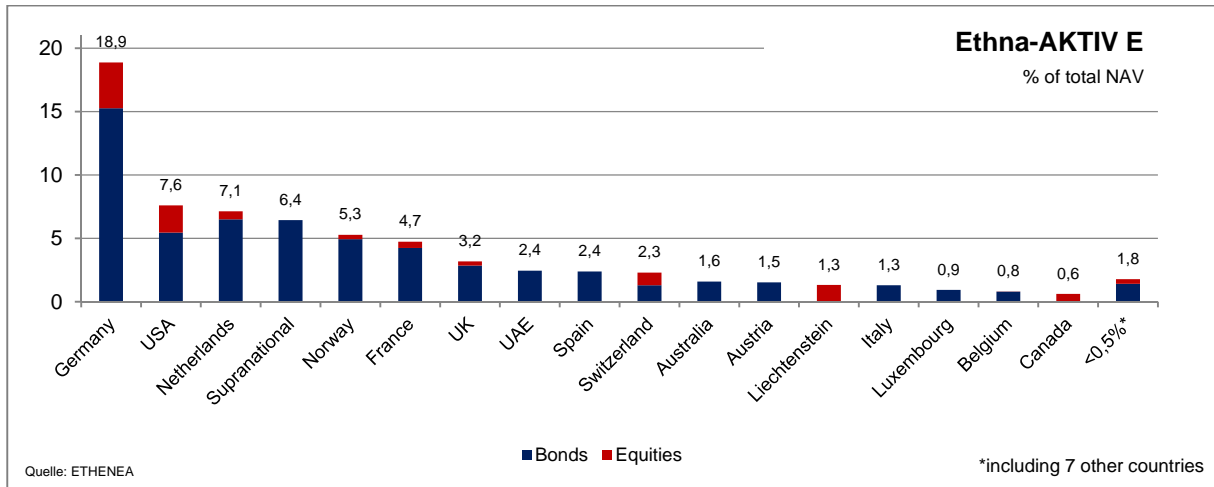


Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenrating

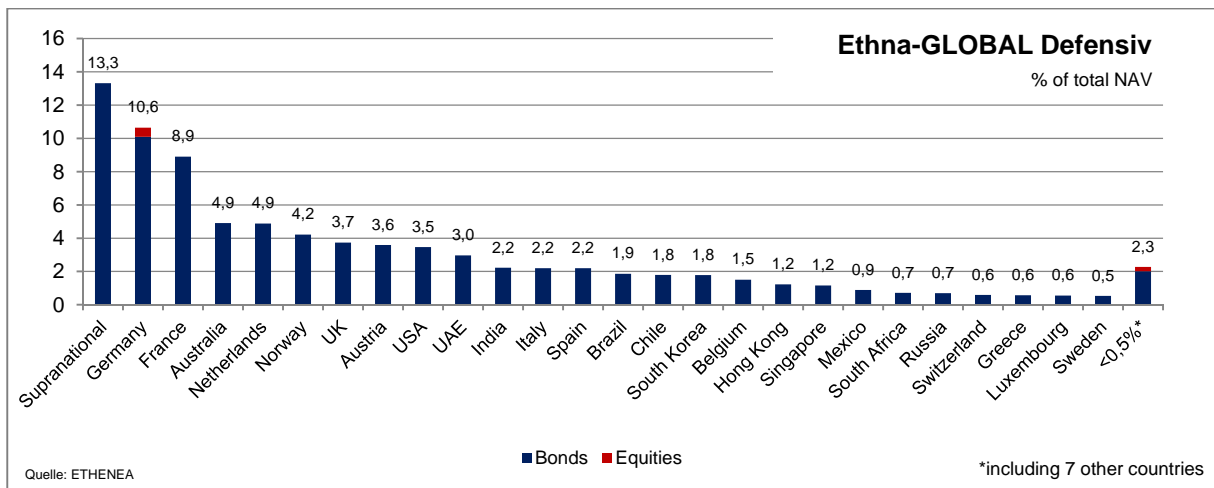


Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenrating

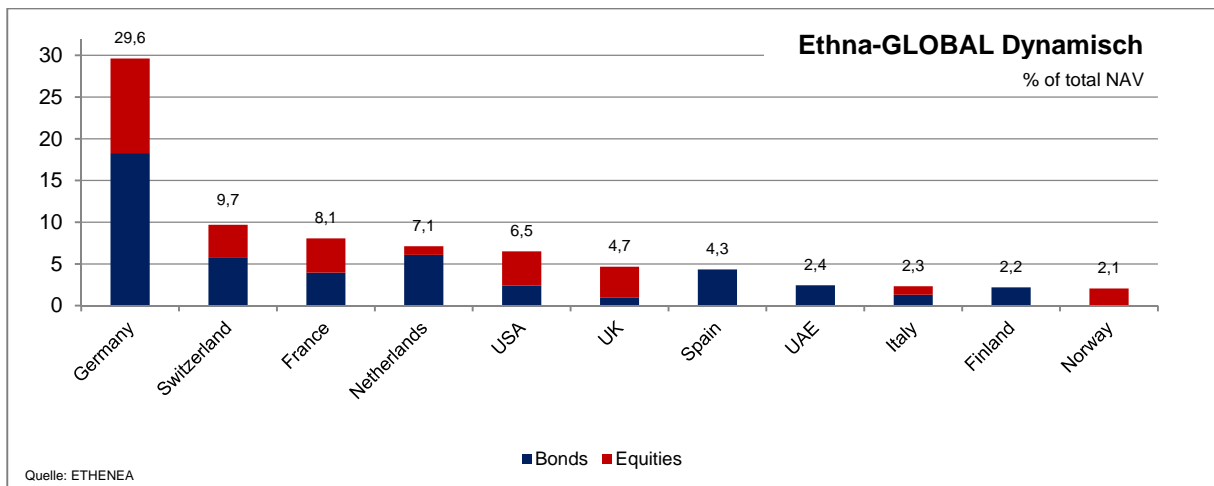




Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft



Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft



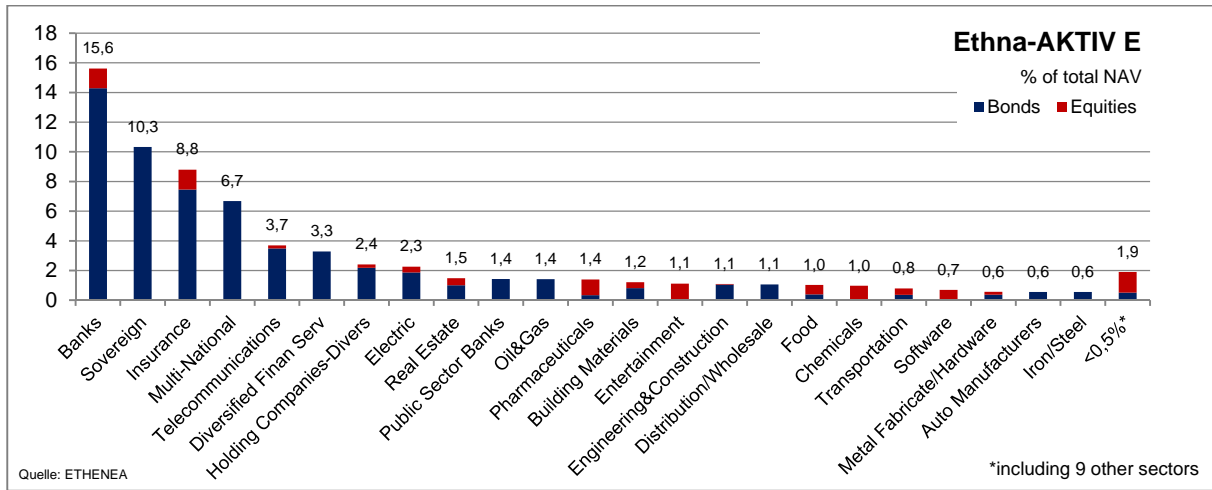
Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft



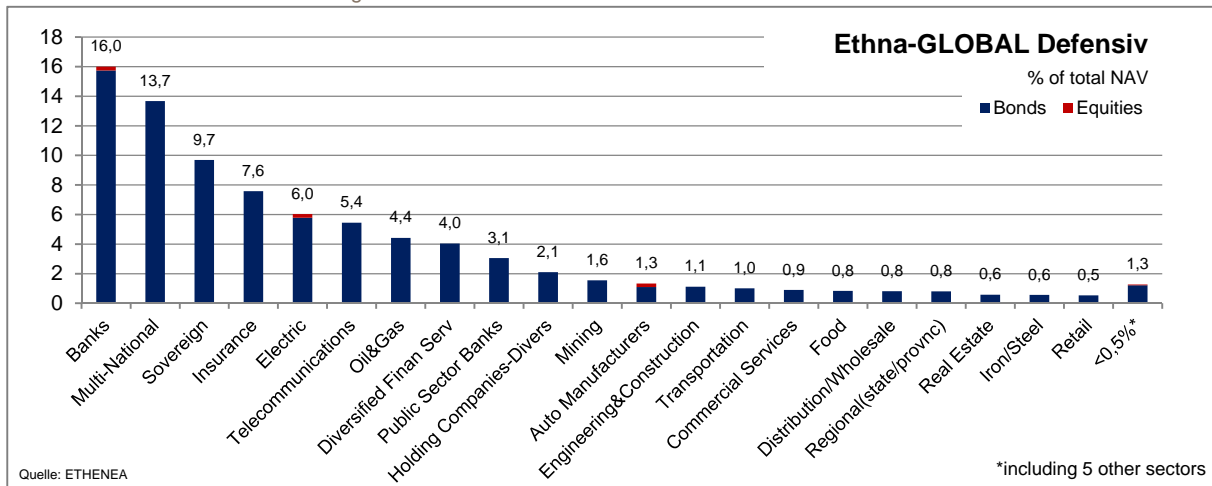
ETHENEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

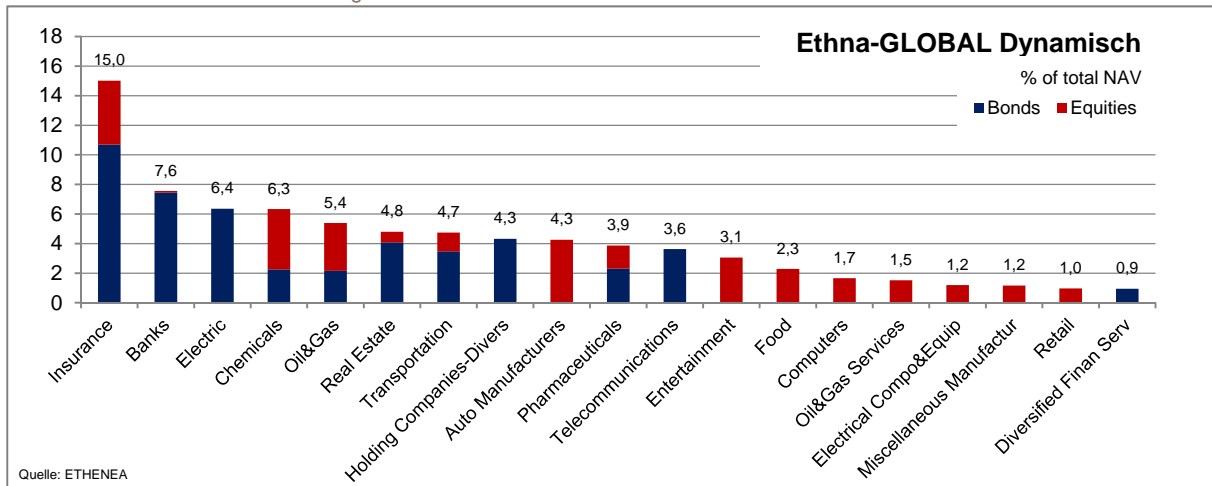




Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche



Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche



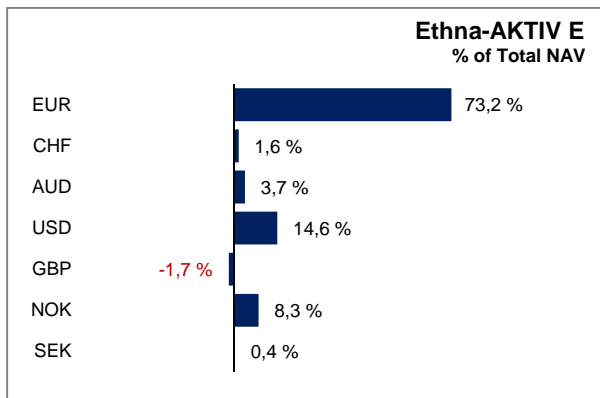
Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenbranche



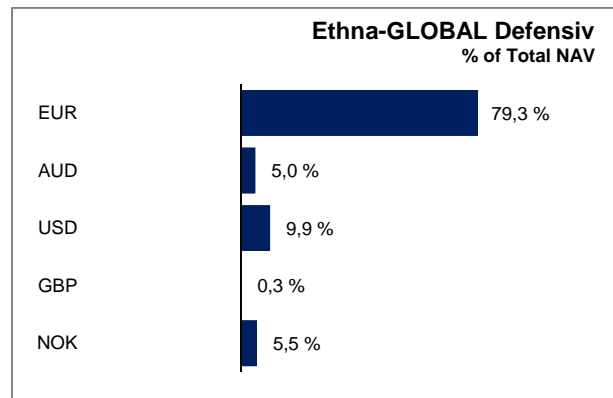
ETHENEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

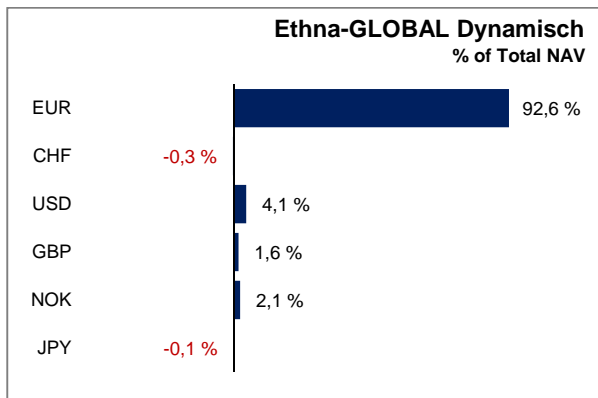




Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen



Grafik 29: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen



Grafik 30: 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. Munsbach, 31.05.2012.



ETHENEA
Independent Investors

