

## Monatsbericht November 2009: „Goldlöffchen wird verwurstelt!

Der eine oder andere Leser wird sich angesichts dieser Überschrift sicherlich fragen, ob dem Autor jemand etwas in den sprichwörtlichen Tee getan hat! Aber lassen Sie uns das Rätsel aufklären.

In der Finanzwissenschaft/-journalistik wird die vergangene Dekade gerne als „Goldilocks Economy“ oder eben „Goldlöffchen-Volkswirtschaft“ bezeichnet. Goldilocks bezieht sich auf die im Jahr 1837 veröffentlichte Kindergeschichte von Robert Southey „Goldilocks and the Three Bears“. Wer die Geschichte liest, wird schon bald verstehen, wieso die Periode der ersten Dekade des 3. Jahrtausends häufig so genannt wird.

*Es schien so, als ob alles so gerade richtig wäre!* Stetiges Wachstum, nicht zu viel und nicht zu wenig und das bei niedriger Inflation, schien ewig so weitergehen zu können! Alles war gerade richtig! Kritiker galten in solchen Tagen als Häretiker und wurden bestenfalls belächelt. Der Beginn der Finanzkrise im Spätsommer 2007, mit dem Höhepunkt der Lehman Pleite, setzte Goldilocks ein jähes Ende. Man befürchtete Armageddon, was Gott sei Dank aber ausblieb. Stattdessen sehen wir uns global nun mit einer Situation konfrontiert, denen nur eingefleischte Optimisten etwas Positives abgewinnen können.

Der jüngst veröffentlichte volkswirtschaftliche Ausblick der OECD macht dieses sehr deutlich. Wir werden allen Unkenrufen zum Trotz wieder auf einen Wachstumskurs einschwenken. In den meisten Fällen wird dies jedoch mit niedrigeren Raten als bisher geschehen. Die Kosten des schnellen „turn-arounds“ der Weltwirtschaft in Form von stark bis extrem stark gewachsenen Staatsdefiziten werden uns aber noch Jahrzehnte zu schaffen machen. Steigende Arbeitslosigkeit in den meisten OECD-Staaten wird die Abzahlung der Defizite nicht beschleunigen. Inflation hingegen scheint in dem Umfeld gebannt, während Deflationsgefahren eher präsent bleiben. Der Ausblick ist sozusagen eher mittelmäßig. Unsere amerikanischen Kollegen erwarten eine „muddle-through economy“, also ein „volkswirtschaftliches Durchwursteln“.

Insofern kommen wir zu dem Entschluss: Goldlöffchen wird verwurstelt!

### Aber nun zu den Fakten:

Die Welt hat die Rezession weitestgehend hinter sich gelassen (*siehe Grafik 1*). Im gewichteten Durchschnitt war bereits das 2. Quartal 2009 positiv, wobei in der weltgrößten Volkswirtschaft USA erst das 3. Quartal ein positives Wachstum aufwies.

Allerdings ist das Wachstum noch sehr verhalten. Anhand des Verlaufs des deutschen Bruttoinlandsprodukts-Index (*siehe Grafik 2*), der exemplarisch für alle betroffenen Volkswirtschaften steht, kann man klar erkennen, dass selbst die nun positiven relativen Veränderungen des Indexniveaus bestenfalls Grund zur Erleichterung geben sollten. Euphorie erscheint unangebracht, da in vielen Quartalen positives Wachstum benötigt wird, um den Rückgang des BIPs wieder aufzuholen - von neuen Höchstständen ganz zu schweigen! Trotz alledem ist die Situation deutlich besser als vor einem Jahr befürchtet werden musste. Insofern muss man von einer herausragenden Leistung der Notenbanken, Regierungen und Aufsichtsbehörden sprechen, die nach der Lehman-Pleite genau die richtigen Hebel *gemeinsam* umgelegt haben, um den weiteren Verfall der Weltwirtschaft abzuwenden.

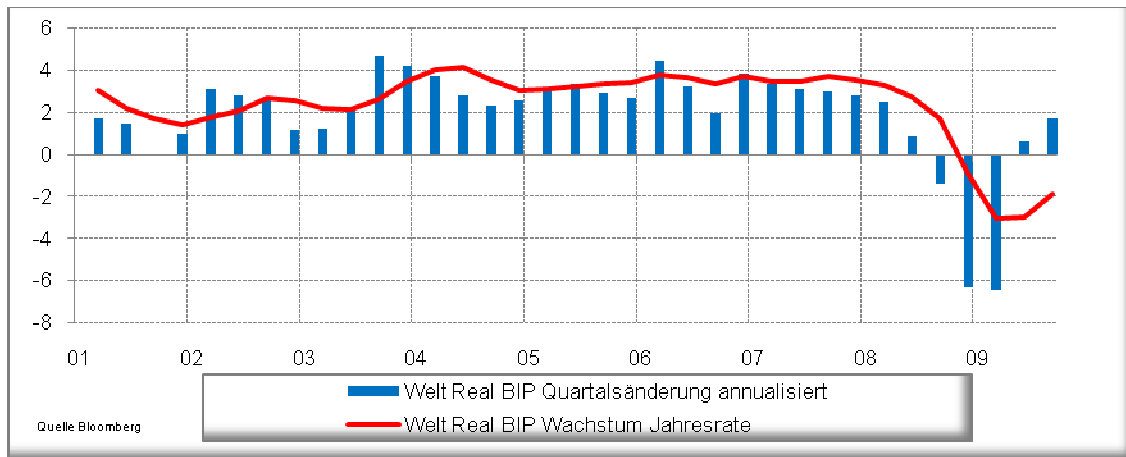
**Ethna Capital Partners S.A.**

Sihleggstrasse 23 · CH-8832 Wollerau

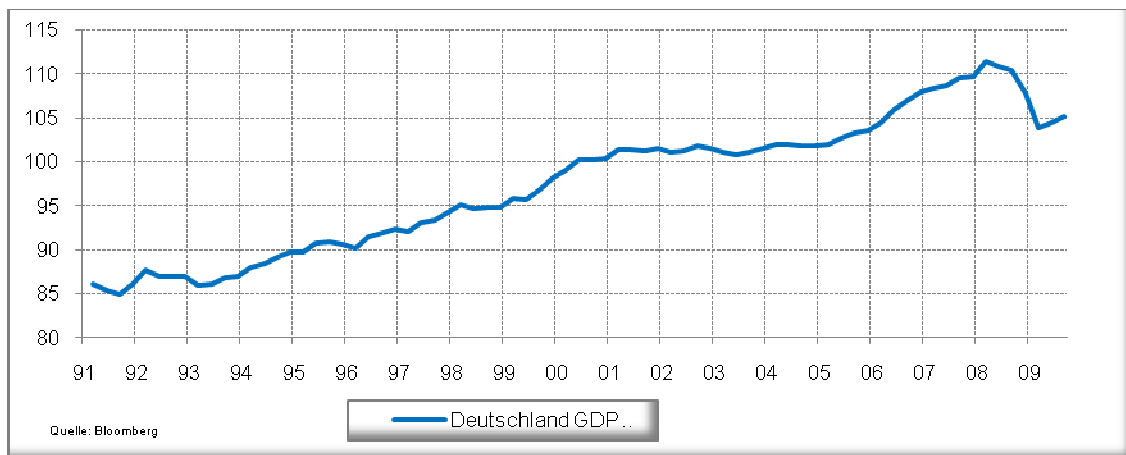
Telefon +41 (044) 787 7040 · Telefax +41 (044) 787 70 49

E-Mail: [partners@ethna.ch](mailto:partners@ethna.ch) · [www.ethna.ch](http://www.ethna.ch)

Grafik 1: Geschätztes Welt-BIP



Grafik 2: BIP-Index Deutschland



In Zeiten konzertierter Aktionen, speziell wenn sie erfolgreich sind, gewinnen supranationale Organisationen wie der IWF oder auch die OECD an Bedeutung, was positiv zu bewerten ist. Jüngst hat die OECD ihre neuen Prognosen veröffentlicht, auf die wir hier näher eingehen wollen, da sie recht anschaulich anhand von einigen Grafiken eine mögliche Zukunft aufweisen.

Wie aus den *Grafiken 3 und 4* zu entnehmen ist, geht die OECD davon aus, dass das zukünftige BIP-Wachstum eher geringer ausfallen wird, als in den vergangenen Jahren. Der regelmäßige Leser weiß, dass wir diese Meinung teilen, da verschiedene Nachfragequellen (Privater Konsum und Investitionen) nicht im vorherigen Ausmaß vorhanden sind. Dass Irland, Spanien und Griechenland in den hier aufgeführten Staaten die Problemfälle darstellen, sollte auch niemanden überraschen. Was allerdings überrascht, ist das positiv erwartete Wachstum in Großbritannien, eine Einschätzung die wir nicht teilen. Grafik 5 zeigt die Wachstumsdifferenzen zwischen den OECD-Staaten und den sogenannten BRIC-Staaten. Obwohl das russische Wachstum eher verhalten bleibt, zeigen China, Indien und Brasilien weiterhin robuste Wachstumsraten auf. Ohne diese wäre die Prognose der OECD-Wachstumsraten wohl auch eher hinfällig.

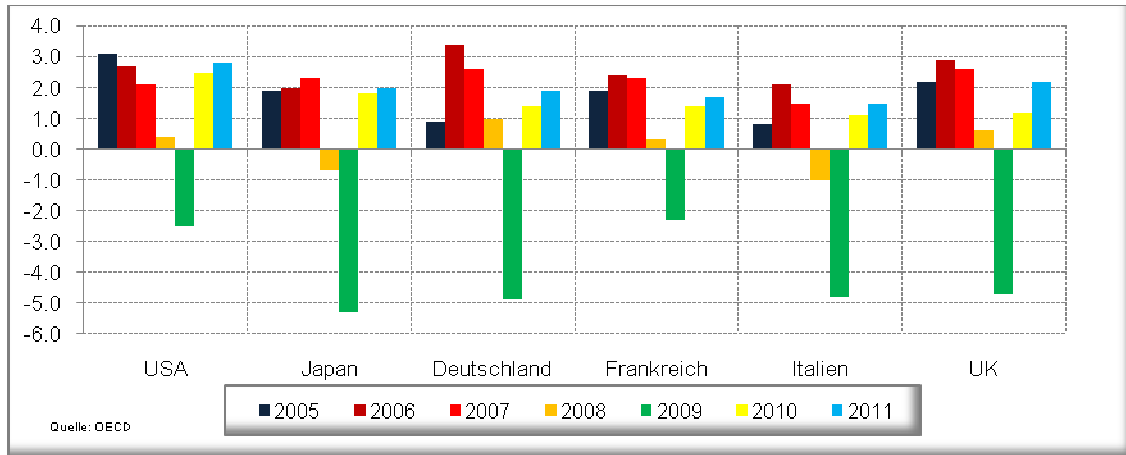
**Ethna Capital Partners S.A.**

Sihleggstrasse 23 · CH-8832 Wollerau

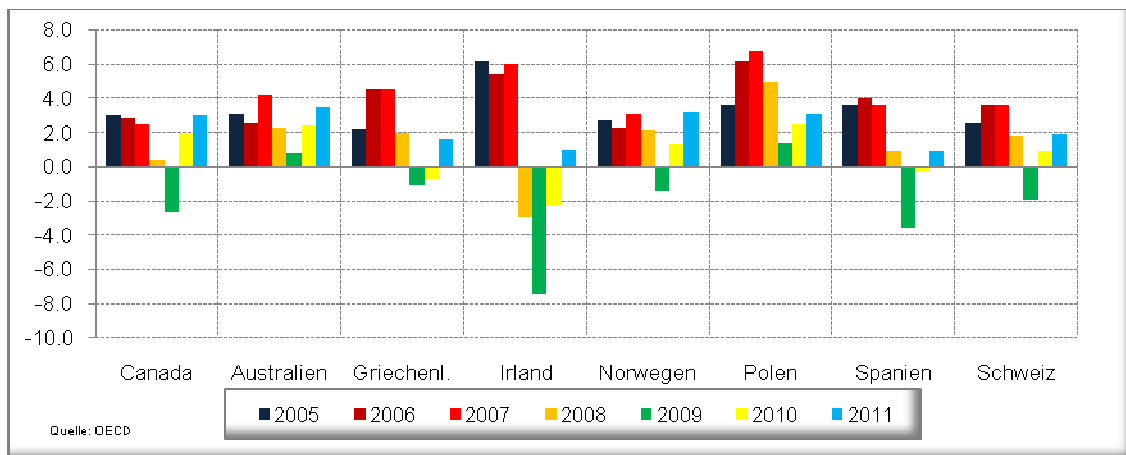
Telefon +41 (044) 787 7040 · Telefax +41 (044) 787 70 49

E-Mail: [partners@ethna.ch](mailto:partners@ethna.ch) · [www.ethna.ch](http://www.ethna.ch)

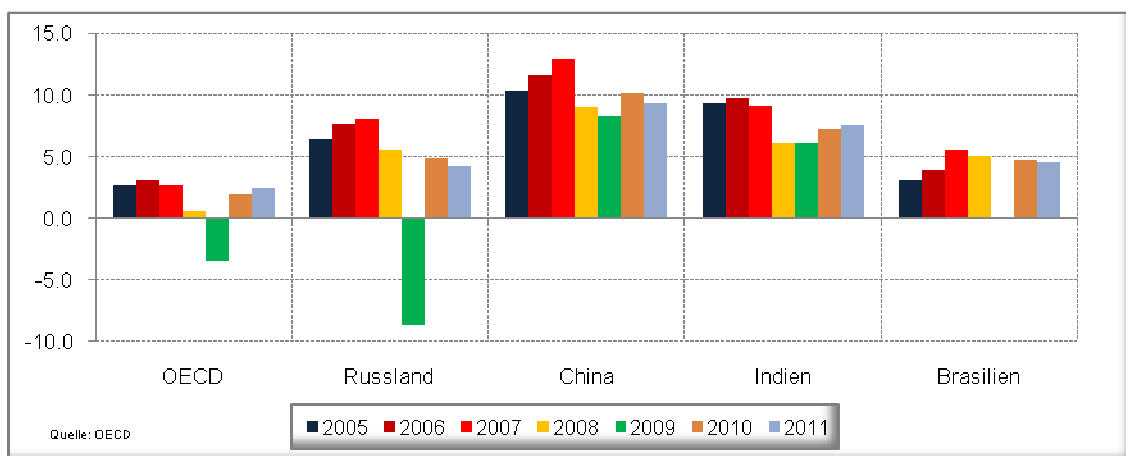
**Grafik 3: BIP-Jahresänderungsraten ausgewählter Staaten (2009, 2010, Schätzungen für 2011)**



**Grafik 4: BIP-Jahresänderungsraten ausgewählter Staaten (2009, 2010, Schätzungen für 2011)**

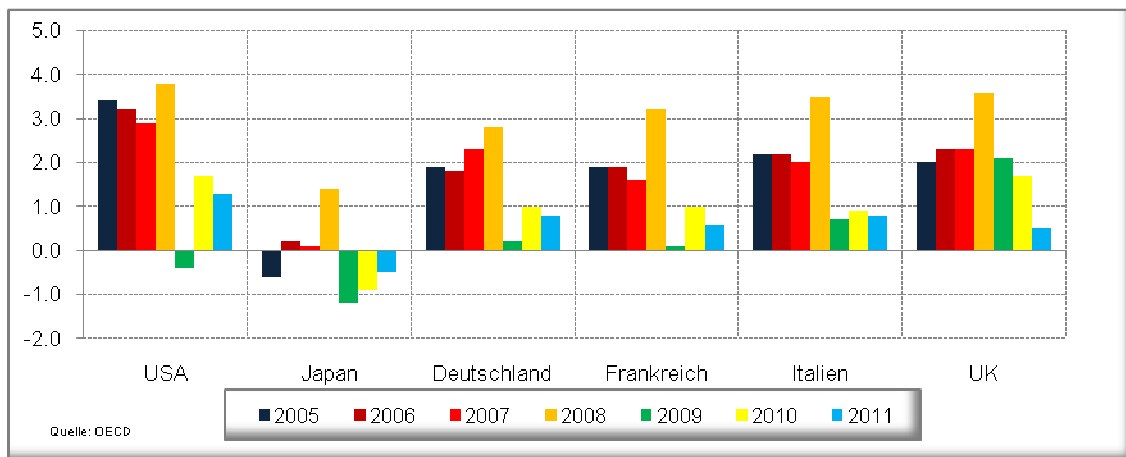


**Grafik 5: BIP-Jahresänderungsraten ausgewählter Staaten (2009, 2010, Schätzungen für 2011)**

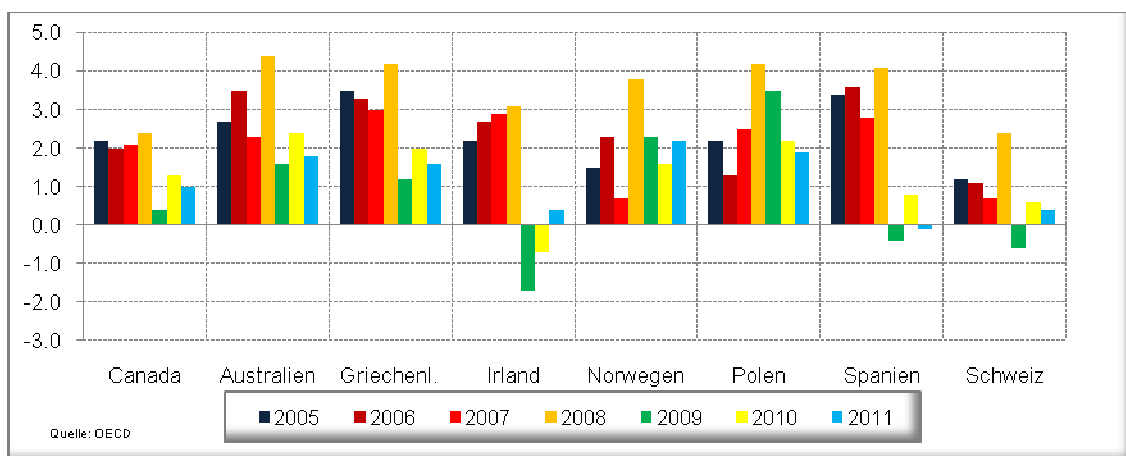


Durch die Überkapazitäten in den entwickelten Volkswirtschaften bleibt der Preisdruck weitestgehend aus, wie die *Grafiken 6 und 7* darstellen. Insgesamt scheinen eher „japanische“ Probleme zu drohen, da die prognostizierten Inflationsraten mit circa 1% sehr niedrig sind. Es erscheint in dem Umfeld eher unwahrscheinlich, dass die fraglichen Zentralbanken die Zinsen anheben werden. Die sogenannte „quantitative“ Lockerung der Geldpolitik, also Zinssenkungen durch den Erwerb von Wertpapieren, aber auch die Akzeptanz von Wertpapieren geringerer Kreditqualität bei der Ausleihung von Mitteln bei der Zentralbank, wird unseres Erachtens phasenweise wieder auf normalere Niveaus zurückgeführt werden. Der 1-Jahres-Tender der EZB bei 1% wird wohl nicht mehr allzu häufig angeboten werden. Das dürfte für einen geringen Anstieg der kurzfristigen Zinsen sorgen, sodass 3-Monats Zinsen in der Eurozone im Verlauf von 2010 wieder eher über 1% quotiert werden.

*Grafik 6: Konsumentenpreise ausgewählter Staaten, Jahresänderungsraten*



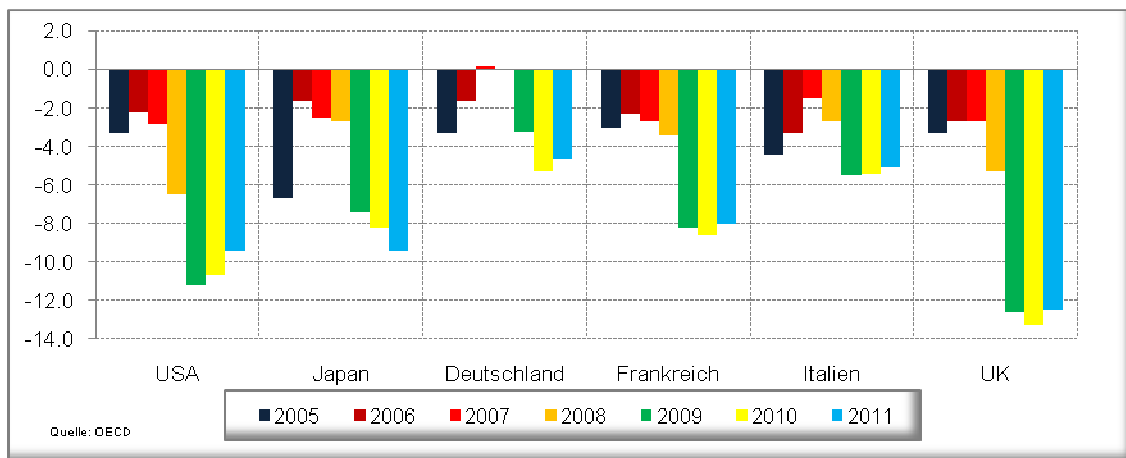
*Grafik 7: Konsumentenpreise ausgewählter Staaten, Jahresänderungsraten*



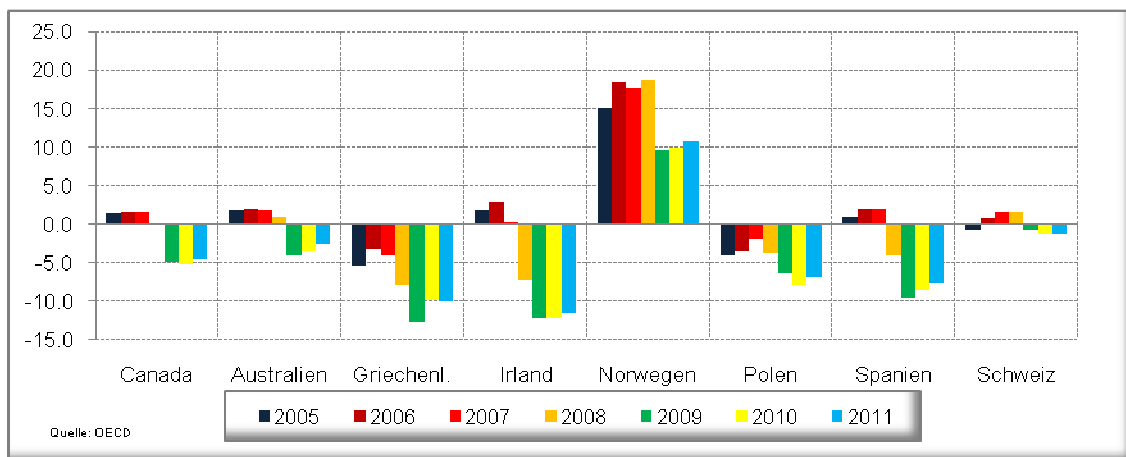
Viel mehr als die Inflation sollte die steigende Staatsverschuldung Sorgenfalten hervorrufen. Explodierende Budgetdefizite der Regierungen von Griechenland und Irland waren erwartet und bieten keinen Neuigkeitswert. Dass aber auch Großbritannien und die USA ausufernde Budgetdefizite

mit mehr als 10% des BIPs haben werden, lässt das deutsche Defizit zwischen 4% und 6% vergleichsweise harmlos ausschauen (*siehe Grafiken 8 und 9*). Die Sorge einiger Investoren bezüglich der Rückführbarkeit solcher Defizite erscheint daher nur verständlich. Allerdings gibt es Beispiele wie Belgien, die es bis zum Ausbruch der Finanzkrise tatsächlich geschafft hatten, ihre Schulden abzubauen. Selbst die Vereinigten Staaten von Amerika haben es um die Jahrtausendwende erreicht, Haushaltsüberschüsse zu produzieren. Insofern sollte man vielleicht nicht zu schwarz sehen, aber es bleibt ein „Durchwursteln“.

**Grafik 8: Budgetsalden ausgewählter Staaten als Prozent vom BIP**

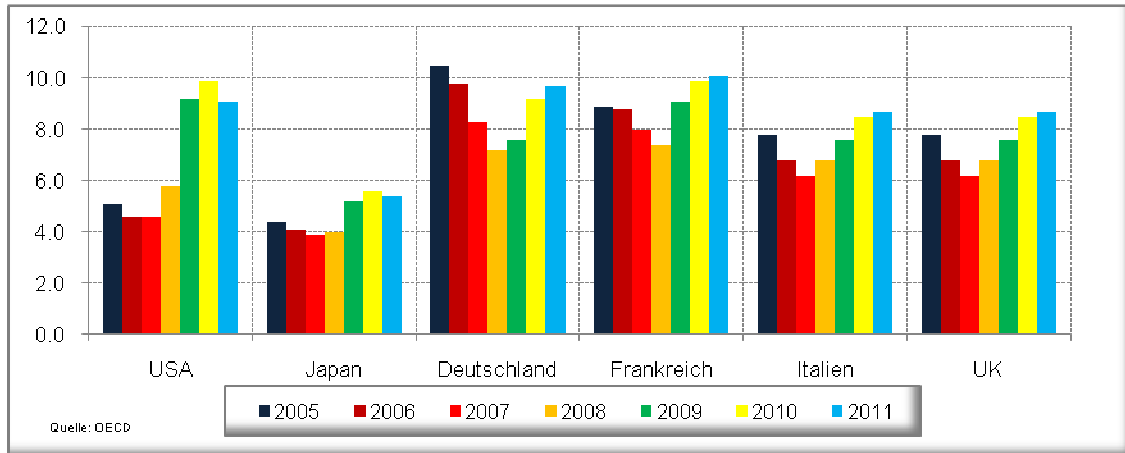


**Grafik 9: Budgetsalden ausgewählter Staaten als Prozent vom BIP**

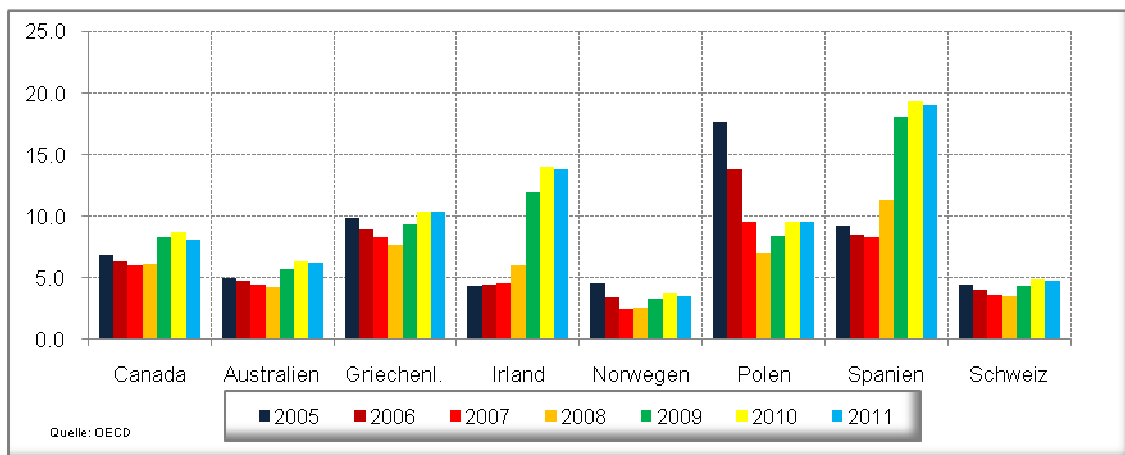


Um allerdings die aufgelaufenen Schulden zurückzuführen, bedarf es entweder vieler Bodenschätze wie im Fall Norwegen oder eben eiserne Haushaltsdisziplin, die nicht wie im Fall Griechenland einfach populistisch aufgegeben werden kann. Erschwerend kommt in den meisten Ländern noch eine steigende Arbeitslosigkeit hinzu, die in einzelnen Fällen äußerst beängstigende Ausmaße annimmt, wie im Beispiel Spanien, wo Arbeitslosigkeitsquoten von fast 20% befürchtet werden (*siehe Grafiken 10 und 11*). In einem solchen Umfeld erscheint es als unmöglich Haushaltsdefizite zu verringern, da ansonsten der soziale Frieden in Gefahr ist.

Grafik 10: Erwerbslose als Prozent der Erwerbsfähigen in ausgewählten Staaten.



Grafik 11: Erwerbslose als Prozent der Erwerbsfähigen in ausgewählten Staaten.



Abschließend lässt sich feststellen, dass obwohl alle OECD-Staaten von der globalen Finanzkrise und nun von der globalen Wirtschaftskrise betroffen waren, die Unterschiede der Probleme kaum grösser sein könnten. Staaten wie die USA werden sich wie immer durchwursteln, aber Großbritannien, Irland, Griechenland und auch Spanien stehen vor monumentalen Herausforderungen, was sich letztendlich auch an den Kapitalmärkten widerspiegelt. Die Auf- und Abwertungen der verschiedenen Währungen gegeneinander, sowie die Renditeaufschläge der unterschiedlichen Emittenten gegenüber dem Bund, zeigen die Dynamik der Einschätzungen. Wenn in einem solchen Umfeld dann auch noch „Dubai“-Ereignisse entstehen, dann steigt die Unsicherheit der Anleger.

Als Fondsmanager ist man in einem solchen Umfeld stark gefordert die bestmöglichen Entscheidungen zu treffen. Analyse gepaart mit langjähriger Erfahrung helfen dabei, aber vor allem die Portfolioeffekte, die durch breite Streuung der Risiken entstehen. In Anbetracht der häufigen Fragen nach der Portfoliokomposition hat sich das Fondmanagement dazu entschlossen, die Schlüsselfakten noch näher darzustellen, als in der Vergangenheit bereits geschehen.

**Ethna Capital Partners S.A.**

Sihleggstrasse 23 · CH-8832 Wollerau

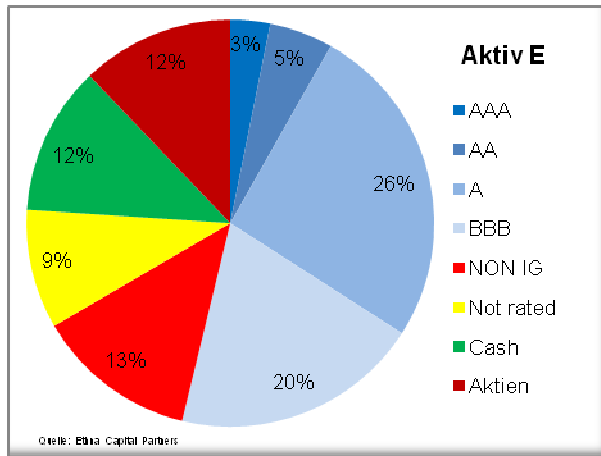
Telefon +41 (044) 787 7040 · Telefax +41 (044) 787 70 49

E-Mail: [partners@ethna.ch](mailto:partners@ethna.ch) · [www.ethna.ch](http://www.ethna.ch)

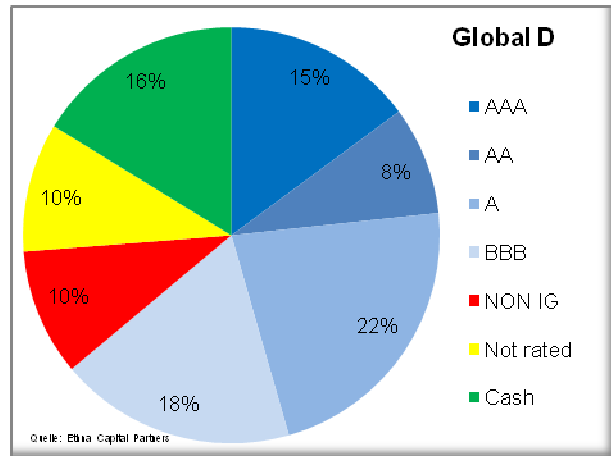
Während der Ethna-AKTIV E im Anleiheteil des Portfolios ein gewichtetes Rating zwischen BBB+ und BBB besitzt, bei einer modifizierten Duration von 5.29 und einer gewichteten Rendite von 6.59%, sind die gleichen Parameter beim Ethna-GLOBAL Defensiv zwischen A und A-, 5.33, und 5.86% respektive.

In den Grafiken 12 und 13 wird deutlich, dass nur ein kleiner Anteil der beiden Fonds in Nicht-Investment-Grade Papieren investiert ist. Ein Großteil dieser Anleihen in diesem Segment sind sogenannte Nachranganleihen großer systemrelevanter Bankengruppen, die unseres Erachtens lediglich pro forma ein niedriges Rating besitzen.

Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Kreditrating.

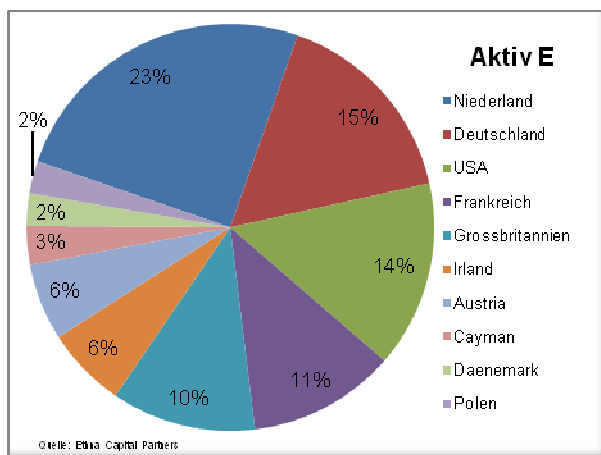


Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Kreditrating.

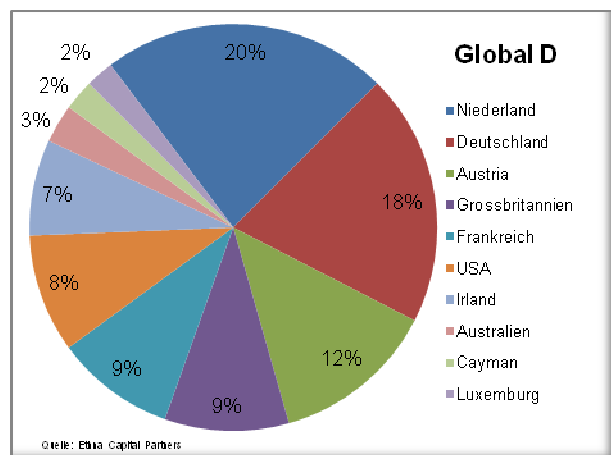


Die Grafiken 14, 15, 16 und 17 geben noch weitere Auskünfte über die Komposition des Anleihesegments der Fonds nach Emittentenherkunft und –branche.

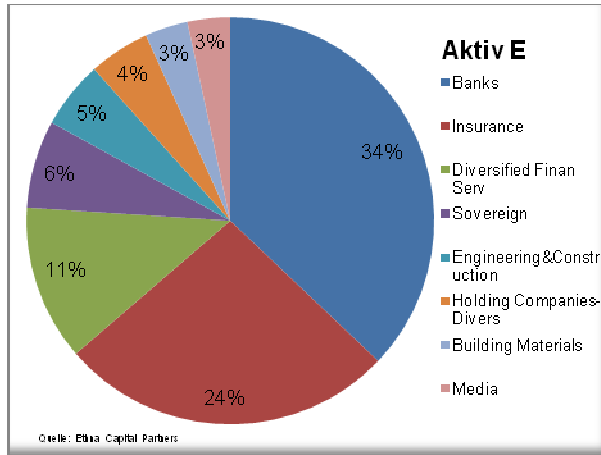
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenherkunft.



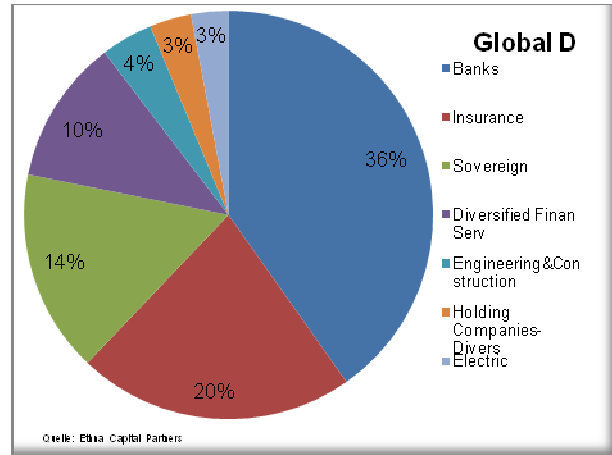
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenherkunft.



Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche.



Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche.



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

Der nächste Marktkommentar erscheint pünktlich zu Beginn des neuen Jahres in Ihrem Postfach.

Wir wünschen Ihnen eine besinnliche und frohe Adventszeit!

Mit freundlichen Grüßen

Guido Barthels

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 Anteilerwerb 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, 07.12.2009