



MARKTKOMMENTAR



Bis hierhin ging ja alles gut ...

... sagte der Mensch der Anekdote nach, als er vom Wolkenkratzer fiel und am 25. Stockwerk vorbeirauschte. So oder so ähnlich müssten sich doch die jeweiligen Notenbankchefs mit Blick auf die aktuelle Notenbankpolitik und vor allem deren Wirksamkeit fühlen.

Inhalt >>

Ausgabe vom 31.7.2016

- >> [Bis hierhin ging ja alles gut ...](#)
- >> [Makroökonomischer Ausblick](#)
- >> [Positionierung der Ethna Funds](#)





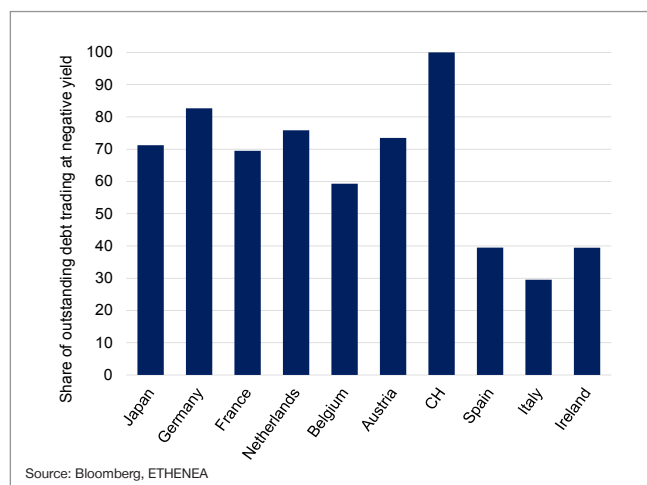
Bis hierhin ging ja alles gut ...

... sagte der Mensch der Anekdote nach, als er vom Wolkenkratzer fiel und am 25. Stockwerk vorbeirauschte. So oder so ähnlich müssten sich doch die jeweiligen Notenbankchefs mit Blick auf die aktuelle Notenbankpolitik und vor allem deren Wirksamkeit fühlen.

Die ungewöhnlichen Maßnahmen sind gewöhnlich geworden. Die sogenannte quantitative Lockerung (*Quantitative Easing*) hat es entsprechend unserer groben Schätzungen geschafft, sage und schreibe 7 600 000 000 000 US-Dollar auf die Bilanzen der Zentralbanken zu schaufeln. Das sind 7,6 Billionen USD an Wertpapieren, die dem Privatsektor nicht mehr als Investitionen zur Verfügung stehen – mit den entsprechenden, nicht absehbaren negativen Folgen für die Alterssicherungssysteme dieser Länder. Das ist klassisches Crowding-out, oder auf Deutsch die Verdrängung privater Nachfrage durch staatliche Nachfrage.¹ Nichtstaatliche Investoren werden gezwungen, Investitionsmöglichkeiten außerhalb ihrer Komfortzone zu identifizieren und zu nutzen. Eine erhöhte Volatilität, ausgelöst durch inadäquates Verhalten der *Laien*-Investoren, ist die Folge für die jeweiligen Marktsegmente. Des Weiteren kommt es zu Bewertungsverzerrungen, auch Blasen genannt, die zu einem zukünftigen Zeitpunkt bei ihrem Zerplatzen oft Kollateralschäden verursachen.

Ein herausragendes Beispiel hierfür ist die Entwicklung der Markttrenditen von Staatsanleihen – eigentlich die Domäne vieler Versicherer und Pensionsfonds – als eine vermeintlich risikoarme, langfristige Kapitalanlage. Die Bereitschaft der Zentralbanken, unermüdlich Anleihen auf den Kapitalmärkten zu erwerben, hat zu extremen Verzerrungen und Überbewertungen geführt (Grafik 1). 100 % der Schweizer Staatsanleihen weisen mittlerweile eine negative Markttrendite auf. Mehr als 80 % der deutschen Staatsanleihen handeln im negativen Bereich. Selbst die Anleihen der Staaten, die vor kurzem noch despektierlich als PIIGS² bezeichnet wurden,

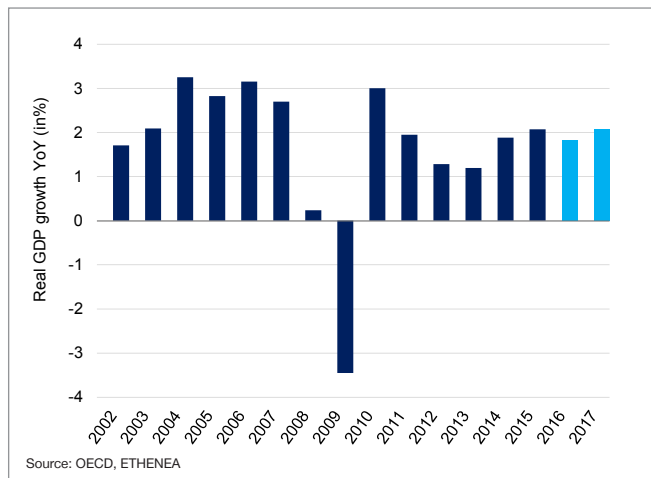
haben zum Teil bereits Renditen unter null. Bei Spanien und Irland sind es knapp 40 %, und bei Italien 30 %. Wer hätte sich noch vor wenigen Jahren träumen lassen, dass Staaten für ihr Schuldenmachen Geld bekommen? Um das Budgetdefizit zu reduzieren, reicht es also, einfach mehr Schulden aufzunehmen. Gerade am 1.8.2016 erreichte uns die Nachricht aus dem deutschen Finanzministerium, dass Deutschland in den ersten sechs Monaten in diesem Jahr statt fast 10 Milliarden Euro nur noch 7 Milliarden Euro an Zinsen für alle bestehenden Kredite aufwenden muss. Das ist ein Rückgang von ganzen 30 %.



Grafik 1: Anteil der außenstehenden Schuldverschreibungen mit einer negativen Markttrendite

¹ Nachzulesen unter: <https://de.wikipedia.org/wiki/Crowding-out>

² PIIGS ist eine Abkürzung für die fünf Euro-Staaten Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien, die im Zuge der Eurokrise 2010 entstanden ist.



Grafik 2: Reales Wirtschaftswachstum im OECD-Raum in Prozent gegenüber dem Vorjahr. 2016 und 2017 als Prognose. Stand Juni 2016.

Die Idee der Zentralbanker war ja im Grunde ganz gut. Durch diese Käufe und die damit einhergehenden niedrigen Zinsen bekommen die Staaten die Möglichkeit, Strukturreformen und Investitionsprogramme zu finanzieren. Die Multiplikatoreffekte, die wir alle in unseren VWL-Kursen kennenlernen durften, könnten dann ihre Wirkung entfalten und positive Wachstumsimpulse erzeugen. Theoretisch könnten davon auch Kredite zurückgezahlt werden, wenn einem nichts

» Der Moral Hazard [...] ist gigantisch. «

Besseres einfallen sollte, wozu das Geld sonst dienen kann. Die eindeutig schlechteste Möglichkeit, mit dem *Geldsegen dank Notenbankpolitik* umzugehen, sind Wahlgeschenke. Sie sind das staatliche Pendant zum Urlaub auf Kredit: Es bleiben nette Erinnerungen und sonst keine Gegenwerte zu den neuen Schulden. Der *Moral Hazard*³, also die Versuchung der Politik, nicht das Notwendige zu tun, sondern sich stattdessen von kurzfristig Wahlerfolgversprechendem leiten zu lassen, ist gigantisch. Und damit wahrscheinlich auch unausweichlich. Gefühlt kommt nur ein Bruchteil der möglichen Mittel in Form von staatlichen Investitionsprogrammen zum Einsatz. Der Rest wandert in der einen oder anderen Form als Transfer in die Sozialkassen, und damit in den Konsum.

Grafik 2 zeigt unseres Erachtens doch recht deutlich, dass die Wirksamkeit der ultralockeren Geldpolitik gelinde gesagt bisher nicht sehr effektiv war. Das größte makroökonomische Experiment der Menschheitsgeschichte scheint nicht den erhofften Erfolg zu haben. Das Wirtschaftswachstum, ein Indikator für den Erfolg aller OECD-Staaten inklusive der BRICS-Staaten, lag laut OECD-Daten in 2015 bei lediglich 2,1 %. Die Prognosen für das laufende Jahr sind mit 1,8 % nicht besser und auch 2017 scheint mit den prognostizierten 2,1 % nicht der Brüller zu werden.

Erschwerend kommt hinzu, dass einem möglichen Wachstumsrückgang nicht mit weiteren geldpolitischen Maßnahmen gegengesteuert werden kann. Die Verschuldungen der Staaten befinden sich auf nie dagewesenen Niveaus und die Zinssätze

» Die Zinssätze reflektieren nicht mehr das Ausfallrisiko des Schuldners, sondern lediglich die Not der Investoren, Anlagemöglichkeiten zu finden. «

reflektieren nicht mehr das Ausfallrisiko des Schuldners, sondern lediglich die Not der Investoren, Anlagemöglichkeiten zu finden, die noch auf irgendeine Form von positiver Rendite hoffen lassen. Es steht Spitz auf Knopf, ob das überaus strapazierte Vertrauen in die Zentralbanken, à la Draghi mit seinem *Whatever it takes*, noch lange Bestand haben wird.

Da niemand wirklich Interesse daran haben kann, dieses Vertrauen in Frage zu stellen, kann es noch viele Jahre so weitergehen, oder eben doch nur Monate. Das erinnert ein wenig an Peter Pan, der sinngemäß sagt: „In dem Moment, in dem du zweifelst, ob du fliegen kannst, verlierst du für immer die Fähigkeit, es zu tun.“

Wir bei ETHENEA fliegen noch, und glauben auch weiterhin daran, dass die Renditen rückläufig bleiben. Der USD-Rentenmarkt ist mit seinen positiven Renditen eine der letzten Bastionen scheinbarer Rationalität. Aber wir glauben auch hier, dass die 10-jährigen US-Staatsanleihen über kurz oder lang weiter zurückgehen werden, nicht zuletzt getrieben von Investoren auf der Suche nach den noch verbleibenden positiven Renditen. Also quasi zwangsläufig, da Alternativen rarer und rarer werden. Ob die US-Notenbank gerade im Licht der US-amerikanischen Wachstumszahlen der beiden ersten Quartale 2016 die Leitzinsen noch ein weiteres Mal anheben wird, bzw. kann, wird heftig diskutiert.

Einen Teil dieser Diskussion wird Yves Longchamp im folgenden makroökonomischen Ausblick führen.

Autoren >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

³ *Moral Hazard*, auf Deutsch „moralische Versuchung“ oder „Rationalitätsfalle“, bedeutet, dass sich Individuen aufgrund ökonomischer Fehlanreize verantwortungslos oder leichtsinnig verhalten und damit ein Risiko verstärken.“ Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/Moral_Hazard

Makroökonomischer Ausblick >>

Im Folgenden widmen wir uns dem Brexit, der Glaubwürdigkeit der Institutionen und einer Aktualisierung unseres wirtschaftlichen Ausblicks. Wir begrüßen die Widerstandsfähigkeit der einzelnen Volkswirtschaften und Finanzmärkte, die sie im Rahmen des Brexit-Schocks gezeigt haben, bleiben jedoch vorsichtig, da sich die zugrunde liegenden Fundamentaldaten nicht verbessert haben.

Brexit

In unserem letzten Marktkommentar thematisierten wir die Karte des Brexit-Schocks (Grafik 3), die anhand der drei Transmissionskanäle – Politik, Wirtschaft und Finanzwesen – Aufschluss über die Ausmaße der Schockwellen gibt (in rot). Im Vergleich zu letztem Monat haben sich die Schockwellen zurückgezogen und beschränken sich nun größtenteils, wenn nicht sogar ausschließlich, auf Großbritannien. Der Schock schwappte weder über den Ärmelkanal noch über den großen Teich hinaus.

In Großbritannien, wo die politische Lage chaotisch war und es sowohl im Lager der Brexit-Befürworter als auch der Gegner zu einer Rücktrittswelle kam, wurde die politische Stabilität mit der Ernennung von Theresa May zur neuen Premierministerin wiederhergestellt. Mit ihren Aussagen „Brexit heißt Brexit“ und „wir werden einen Erfolg daraus machen“ stellte Frau May ihre rhetorischen Fähigkeiten unter Beweis. Was dies allerdings tatsächlich bedeutet und wie sie es angehen wird, bleibt, gelinde gesagt, ziemlich offen, zumal die Austrittsverhandlungen erst im nächsten Jahr beginnen

werden. Zunächst zählt jedoch vor allem, dass das politische Vertrauen wiederhergestellt wurde.

Der wirtschaftliche Transmissionskanal war von geringerer Ansteckungskraft als befürchtet. Die im Juli veröffentlichten Daten sprechen im Großen und Ganzen für eine anhaltende Erholung. Die einzige Ausnahme ist das Vereinigte Königreich, für das die verfügbaren Indikatoren allesamt auf eine drastische Konjunkturabkühlung hindeuten. Der PMI-Composite-Indikator für Juli, bei dem der Schwellenwert 50 Expansionen von Rezessionen trennt, gehört zu den ersten Daten, die die Auswirkungen des Brexits berücksichtigen. Im Vereinigten Königreich ging der Index von 52,4 vor dem Referendum auf nun 47,7 zurück, was zweifelsohne auf einen Konjunkturrückgang hindeutet. In der Eurozone und in den USA blieben die Indizes unterdessen mit 52,7 bzw. 51,5 so gut wie unverändert und bestätigten die voranschreitende moderate wirtschaftliche Erholung in diesen beiden Regionen.

Somit überrascht es nicht, dass sich die Finanzmärkte recht gut erholten, nachdem sich die politischen und wirtschaftlichen Befürchtungen aufgelöst hatten. Seit der Brexit-Entscheidung vom 23. Juni haben sich die großen Aktienindizes erholt, die Renditen europäischer Staatsanleihen sind weiter zurückgegangen und die Credit Spreads haben sich verengt, was zu höheren Anleihekursen geführt hat. Der einzige Leidtragende des Brexits ist bislang das britische Pfund, das gegenüber dem US-Dollar um 10 % nachgegeben hat. Die Finanzmärkte „hielten dem Ereignis auf recht robuste Art stand“, um Mario Draghi zu zitieren.

Der Brexit ist dessen ungeachtet zweifelsohne eine schlechte Nachricht. Er stellt einen weiteren rezessiven, deflationären und insitutionellen Schock dar. Das weltweit bereits schwache Wachstum und die niedrige Inflation werden weiter geschwächt. Politisch hat der Brexit die schwelende Fragilität des europäischen Konstrukts ans Licht gebracht und die Institution entsprechend geschwächt. Daher bleiben wir vorsichtig, denn der Brexit ist alles andere als ein Non-Event.

Glaubwürdigkeit

Das scheinbare Paradox zwischen höheren Preisen für Vermögenswerte einerseits und dem Brexitkontext andererseits lässt sich durch die Rolle der Zentralbanken als Schockdämpfer erklären. Ähnlich einer Partitur, die wieder und wieder gespielt wird, haben die Zentralbanken auf der ganzen Welt

	Brexit	Great Britain	Europe	World
Politics	Political/institutional	breakup/fragmentation	dis-/integration	uncertainty
	Geopolitical	ex-financial center	bargaining power	multipolarity
	Fiscal policy	leeway	willingness	
Economy	Activity	recession	slowdown	slowdown
	Inflation	deflationary	disinflationary	disinflationary
Finance	Currency	GBP crisis	EUR weakness	USD/CHF/JPY/CNY
	Market	risk-off	risk-off	risk-off
	Financial system	banks down	banks down	
	Monetary policy	BoE easing	ECB easing	Fed stand-by

Source: ETHENEA

Grafik 3: Brexit – was sind die Ausmaße des Schocks?

das gleiche erfolgreiche Spiel immer wieder wiederholt. Sie haben das Finanzsystem mit *Liquidität* versorgt und ihm auch *Hoffnung* gegeben, die auf dem Versprechen gründet, dass die geldpolitischen Bedingungen auf absehbare Zeit oder sogar länger, sofern nötig, locker bleiben. Mario Draghi erklärte dies besser als alle anderen in einer perfekten Formulierung, die Musik in den Ohren der Marktteilnehmer war. Zum Thema Liquidität meinte er zunächst: „die angekündigte Bereitschaft der Zentralbanken, erforderlichenfalls Liquidität bereitzustellen, unsere akkommodierenden geldpolitischen Maßnahmen und ein robuster Regulierungs- und Aufsichtsrahmen haben

» Das scheinbare Paradox zwischen höheren Preisen für Vermögenswerte und dem Brexitkontext lässt sich durch die Rolle der Zentralbanken als Schockdämpfer erklären. «

alle zusammen dabei geholfen, die Spannungen an den Märkten einzudämmen“⁴; und schließlich zum Thema Hoffnung: „aber als Antwort auf Ihre Frage möchte ich noch einen Satz hervorheben: Sofern es gerechtfertigt ist, wird der EZB-Rat alle ihm im Rahmen seines Mandates zur Verfügung stehenden Instrumente nutzen, um sein Ziel [Inflation] zu erreichen. Daher betone ich die Bereitschaft, den Willen und die Fähigkeit dies zu tun.“⁵

Auch Mark Carney, Gouverneur der Bank of England (BoE) griff jenseits des Ärmelkanals zu einer ähnlichen, wenn auch weniger poetischen Wortwahl. „Das MPC [Monetary Policy Committee] ist dazu bereit, alle erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, um Wachstum zu unterstützen und die Inflation über einen angemessenen Zeitraum wieder auf ihren Zielwert zu bringen. Daher gehen die meisten Mitglieder des Komitees davon aus, dass die Geldpolitik im August gelockert wird.“⁶

Ungeachtet der robusten Wirtschaftsdaten haben die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken und die scheinbare politische Stabilität in der Europäischen Union und im Vereinigten Königreich den Finanzmärkten Schutz geboten. Dies bekräftigt uns in unserer These, dass die politische Stabilität und die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken, sprich das Vertrauen in die Institutionen, mittlerweile zentrale Variablen geworden sind, die den Ausblick für Wirtschaft und Finanzmärkte maßgeblich beeinflussen.

In diesem Umfeld bleiben wir wachsam und behalten alle institutionellen Entwicklungen genau im Auge. Der Zulauf, den populistische Bewegungen derzeit weltweit genießen, die Schwäche des europäischen politischen Konstrukts und der gewöhnlich gewordene Einsatz außergewöhnlicher

geldpolitischer Maßnahmen überall auf der Welt, machen die gegenwärtige Lage aus unserer Sicht besonders fragil.

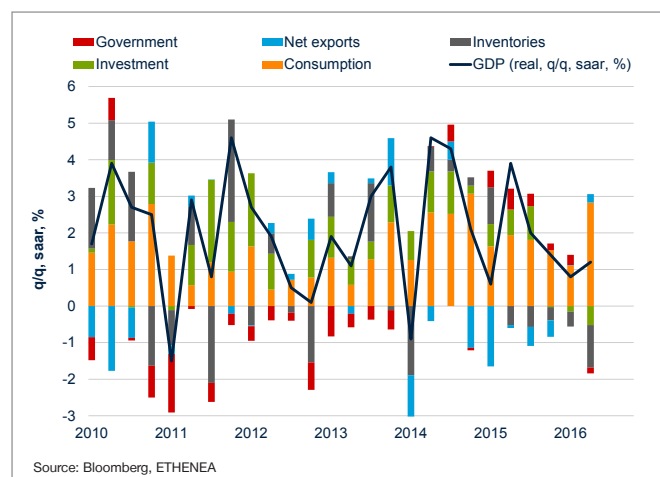
Ausblick

Die Resilienz der Volkswirtschaften im Anschluss an den Brexit-Schock ist eine der besten Nachrichten der letzten Monate. In den USA weist das verarbeitende Gewerbe – eine unserer Hauptsorgen zu Beginn des Jahres – Anzeichen einer Erholung auf. Der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe, der dem vorstehend erwähnten PMI ähnelt, hat sich ebenfalls erholt und könnte auf einen Mini-Zyklus hindeuten, infolgedessen der gegenwärtige US-Zyklus langlebiger wäre. Ob sich die Daten dieser Umfrage jedoch in neuen Beschäftigungszahlen und Investitionen niederschlagen werden, bleibt abzuwarten. Denn

» Die Resilienz der Volkswirtschaften im Anschluss an den Brexit-Schock ist eine der besten Nachrichten der letzten Monate. «

während diese Verbesserung teilweise von den Arbeitsmarktdaten bestätigt wird, trifft dies nicht auf die Investitionen zu. Gemäß den jüngsten BIP-Daten sind die privaten Investitionen im zweiten Quartal um 3,3 % zurückgegangen.

Im zweiten Quartal stieg das BIP um annualisierte 1,2 %, nachdem es im ersten Quartal um 0,8 % gestiegen war (Grafik 4). Der private Konsum ist mehr denn je der alleinige Wachstumsmotor der USA. Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte war unterdessen leicht positiv, während alle anderen Komponenten negativ beitrugen. Die Zusammensetzung des US-Wachstums ist ebenso bemerkenswert wie unausgewogen. Die Rolle des Privatkonsums ist zu gut, um wahr zu sein. Die Automobil-



Grafik 4: Beiträge zum BIP-Wachstum in den USA

⁴ Quelle: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160721.de.html>

⁵ Quelle: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160721.en.html>

⁶ Quelle: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2016/007.aspx>

absätze enttäuschten in den letzten Monaten, das Wachstum der Einzelhandelsumsätze blieb stabil und das Verbrauchervertrauen hat sich nicht im Verhältnis zum Konsumexzess des

» Die Rolle des Privatkonsums ist zu gut, um wahr zu sein. «

zweiten Quartals verbessert. Daher bleiben wir bei unserem Szenario, wonach der Konjunkturzyklus in den USA bereits fortgeschritten ist und das Wachstum allmählich nachlässt.

Geht es nach dem jüngsten Statement des Offenmarktausschusses (FOMC), wonach die Auslastung am Arbeitsmarkt zugenommen hat und kurzfristige Risiken für den wirtschaftlichen Ausblick nachgelassen haben, so bereitet die Fed die Marktteilnehmer auf eine zweite Zinserhöhung im späteren Jahresverlauf vor. Die Rede, die Janet Yellen Ende August in Jackson Hole, dem weltweit berühmtesten Gipfel der Zentralbanker, halten wird, wird weiteren Aufschluss darüber geben, wie die Fed vorgehen wird.

In Europa wuchs die Wirtschaft, entsprechend der BIP-Daten, um annualisierte 1,2% (Grafik 5). Damit hat sich das Wachstum gegenüber dem ersten Quartal etwas verlangsamt, bleibt aber solide. Derzeit verfügen wir nur über einige sporadische Informationen zu den einzelnen BIP-Komponenten und Länderbeiträgen. Wir wissen jedoch, dass das Wachstums in Frankreich stagniert hat, während es in Spanien robust bleibt, sich allerdings mit 2,8% etwas abschwächt. Die jüngsten Indikatoren lassen vermuten, dass die Wirtschaft in den kommenden Monaten stetig wachsen wird.

In Japan und China entwickelte sich das zweite Quartal stärker als erwartet. Während die anhaltenden Kredit- und Fiskalstimuli in China die dortige Investitionstätigkeit und Industrieproduktion aufrecht gehalten hat, hat sich auch der Konsum relativ gut behauptet. Allerdings ist es wahrscheinlich, dass Chinas aktueller Zyklus, der mit einer massiven Lockerung gegen Ende des vergangenen Jahres begann, wodurch die Preise

und die Wirtschaftstätigkeit am Immobilienmarkt gestiegen waren, seinen Zenit im vergangenen Quartal bereits erreicht hat. Die Wirtschaftsdynamik dürfte sich in den kommenden Quartalen abschwächen, da sich der Fokus der Regierung zunehmend von wachstumsstabilisierenden Maßnahmen hin zu Reformen der Staatsunternehmen und Finanzmarktregulierung verschiebt. Auch in Japan entwickelte sich das verarbeitende Gewerbe besser als erwartet und wurde weder vom Erdbeben in Kumamoto im April noch von der Aufwertung des Yen wesentlich beeinträchtigt. Der Konsum bleibt trotz anhaltender Anspannung am Arbeitsmarkt schwach. Die Regierung hat unterdessen beschlossen, die geplante Mehrwertsteuererhöhung zu verschieben und hat ein Paket fiskalpolitischer Anreize angekündigt, um dem Wachstum auf die Sprünge zu helfen. Angesichts der bereits bestehenden beträchtlichen fiskal- und geldpolitischer Maßnahmen, sind weitere Schritte jedoch von schwindender Schlagkraft.

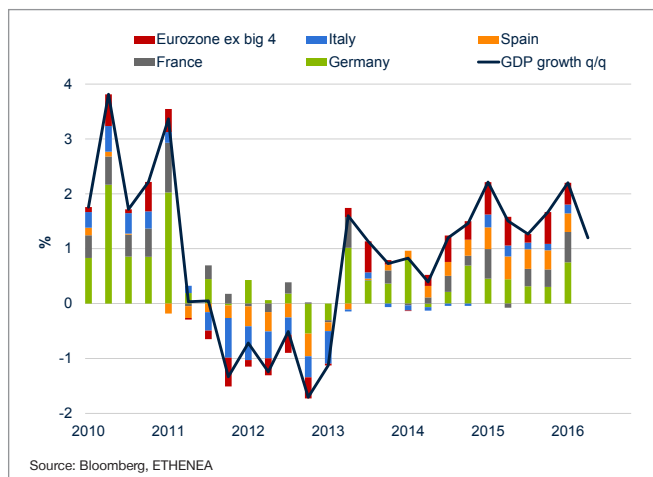
Was die Wirtschaftstätigkeit anbelangt, sind aktuelle Daten zum Konjunkturzyklus allgemein ermutigend und deuten auf einen möglichen Mini-Zyklus im verarbeitenden Gewerbe hin, während die Inflation niedrig bleibt. Der Ölpreis ging im Juli um fast 10 USD auf 40 USD pro Barrel zurück. Die globalen Preise im verarbeitenden Gewerbe sind weiter gesunken, während der US-Dollar im Großen und Ganzen unverändert blieb. Die von uns beobachteten globalen Indikatoren deuten keine wesentlichen Veränderungen an, weshalb die Weltwirtschaft sich wohl weiterhin in einem Umfeld niedrigen Wachstums und niedriger Inflation bewegen wird. Auch der Rückgang der Renditen von Staatsanleihen mahnt zur Vorsicht.

Schlussfolgerung

Der Brexit-Schock fiel weniger dramatisch aus als befürchtet. Das Vereinigte Königreich hat schnell wieder zu politischer Stabilität gefunden, die wirtschaftlichen Auswirkungen beschränken sich auf das Land selbst, und die Finanzmärkte haben sich recht widerstandsfähig gezeigt. Die Rolle der Institutionen und deren Glaubwürdigkeit war dabei ausschlaggebend. Weltweit bleibt die Wirtschaftstätigkeit moderat, mit der wesentlichen Ausnahme des Vereinigten Königreichs. In den USA scheint sich ein Mini-Zyklus im verarbeitenden Gewerbe abzuzeichnen. Die globalen Indikatoren haben sich unterdessen kaum verändert und deuten weiterhin auf ein niedriges Wachstum bei einer niedrigen Inflation hin. Insgesamt bleiben wir vorsichtig und freuen uns über das sich derzeit bessernde Wirtschaftsklima genau so, wie wir uns auch gerade über den Sommer freuen.

Autor >>

Yves Longchamp, CFA
 Head of Research
 ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



Grafik 5: BIP-Wachstum in der Eurozone

Positionierung der Ethna Funds >>



Ethna-DEFENSIV

Die größte Portfolioveränderung erfolgte in Bezug auf die Cashquote, die wir um 15 % auf 7,8 % zum Ultimo reduziert haben. Dabei haben wir vor allem Anleihen mit einem Rating von A und BBB gekauft, um von vergleichsweise attraktiven Renditeaufschlägen zu profitieren. Angesichts der allgemein hohen Preise gehen wir bei unseren Anleiheinvestments sehr vorsichtig und selektiv vor, um zu hoch bewertete Titel zu vermeiden. Im Laufe des Monats haben wir die durchschnittliche Modified Duration im Portfolio des Ethna-DEFENSIV um 0,98 auf 6,2 zum Ultimo erhöht. Die laufende Verzinsung hat sich minimal um 0,05 % reduziert. Über EuroStoxx-Futures halten wir nach wie vor eine kleine Aktienposition in Höhe von 1,4 %. Diese blieb im Vormonatsvergleich unverändert.

Unsere Long-Position in USD haben wir um 0,6 % leicht erhöht, da wir angesichts der geringen Markterwartungen an den Zinserhöhungspfad der Fed weiterhin Potenzial für eine Aufwertung der Währung sehen. Darüber hinaus haben wir zur zusätzlichen Diversifikation kleine Positionen in CHF und GBP gekauft.

Ethna-AKTIV

Nach der durch die schwachen BIP-Zahlen in Q2 ausgelösten, starken Bewegung haben wir die durchschnittliche Modified Duration im Ethna-AKTIV temporär um 1 auf 4,64 leicht reduziert. Das durchschnittliche Rating hat sich im Vormonatsvergleich auf BBB+ bis A- leicht reduziert, da wir unsere Position in US-Treasuries reduziert haben, um Gewinne mitzunehmen. Angesichts hoher Kurse investieren wir auf der Anleihe Seite nach wie vor sehr vorsichtig und partizipieren selektiv an neuen Begebenungen, wenn diese attraktiv gepreist sind. Im Rahmen unseres *qualitätsorientierten* Ansatzes haben wir das Exposure des Portfolios zu nachrangigen Bankanleihen reduziert.

Auf der Aktienseite haben wir das Nettoexposure um 14 % auf eine neutrale Gewichtung von 23,9 % zum Ultimo erhöht und damit sehr gut an der allgemeinen Erholung der Aktienkurse partizipiert. Dies geschah sowohl durch eine Erhöhung des Bruttoexposures als auch durch eine Reduzierung des Aktien-

hedges um 6,9 %. Wir gewichten nach wie vor Aktien aus den USA über und haben das entsprechende Bruttoexposure nochmals um 1,7 % erhöht. Neben unseren Einzeltitelpositionen halten wir Long-Positionen in NASDAQ- und DAX-Futures, um das Exposure gegebenenfalls schnell anpassen zu können. Wir haben weiterhin einige S&P500-Puts, um uns gegen Tail-Risiken abzusichern.

Auf der Währungsseite halten wir weiterhin eine signifikante Position in USD, die auch als Cross-Hedge für unser US-Aktienexposure dient. Zum Ultimo lag das Nettoexposure bei 16,5 % und damit 2,3 % unter dem Vormonatswert. Wir passen diese Position taktisch an und nutzen kurzfristige Schwächen des USD zum Zukauf und starkes Momentum für temporäre Verkäufe. Darüber hinaus haben wir unsere kleinen Positionen in GBP, DKK und NOK jeweils leicht erhöht. Insgesamt liegt die Fremdwährungsquote mit 24,5 % leicht unter dem Vormonatswert.

Ethna-DYNAMISCH

Im Ethna-DYNAMISCH stieg die Bruttoinvestitionsquote auf der Aktienseite leicht an, auf rund 62,5 %. Die regionale Aufteilung des Portfolios blieb dabei größtenteils unverändert. Mit rund 31,5 % in Nordamerika, 20 % in Europa und 11 % in Asien ist das Portfolio breit diversifiziert. Auf Sektorebene haben wir unsere Gewichtung im Telekomsektor weiter erhöht. Rund 12,5 % des Fonds bzw. rund 20 % des Aktienportfolios sind nun in Telekomwerten in verschiedenen Regionen investiert. Dies ist unsere größte Sektorwette. Zwischenzeitlich hatten wir die Aktienhedges zu Monatsbeginn fast vollständig aufgehoben, sodass der Fonds gut von der Aufwärtsbewegung der globalen Aktienmärkte profitieren konnte. Gegen Monatsende haben wir die stark gefallene Volatilität genutzt, um unsere Put-Optionsabsicherung wieder aufzubauen, wodurch sich aktuell ein delta-adjustiertes Netto-Aktienexposure von rund 47,5 % ergibt.

Rund 20 % des Portfolios sind weiterhin in Rentenpapieren investiert – je zur Hälfte in 30-jährigen US-Treasuries und US-Hochzinsanleihen. Die aktuelle Rendite des Portfolios beträgt rund 5 % bei einer Duration von 12,5 Jahren. Nach wie vor ist die Duration auf Portfolioebene durch den Hedge

der Treasury-Position, den wir vor dem Brexit-Referendum eingegangen waren, jedoch auf ein Niveau von rund 4,4 reduziert.

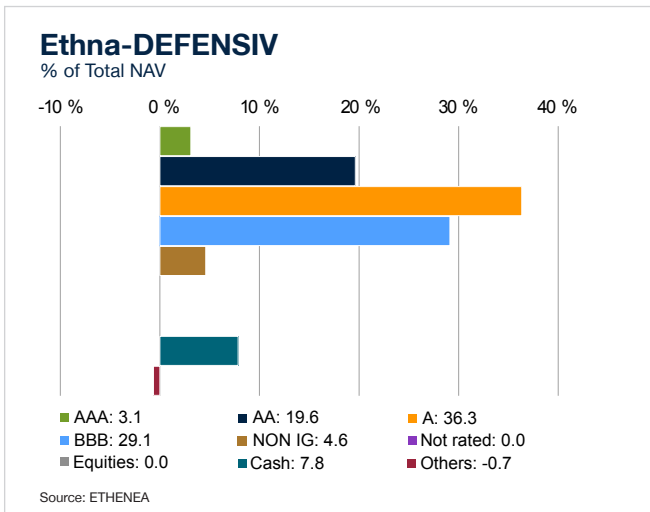
Der Kassebestand beträgt rund 16,5 % zum Ultimo. Rund 7,5 % des Fondsbestands halten wir in Norwegischen Kronen und Australischem Dollar. Insgesamt beträgt die Fremdwährungsquote aktuell rund 30 %, verteilt auf USD, JPY, KRW, CHF, NOK und AUD.



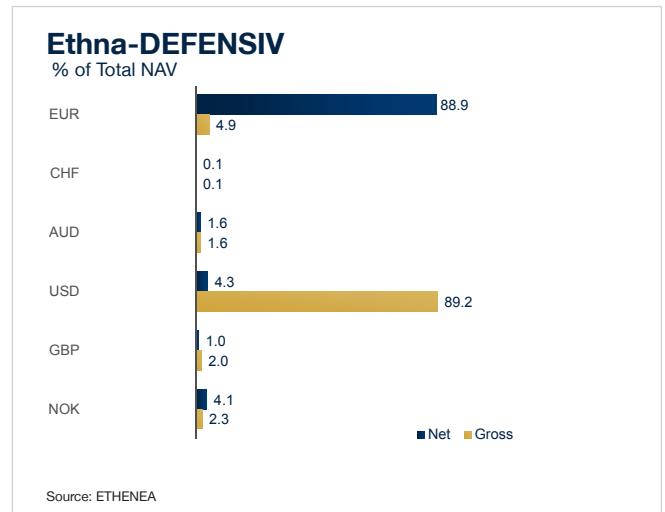
Autoren >>

Portfolio Management

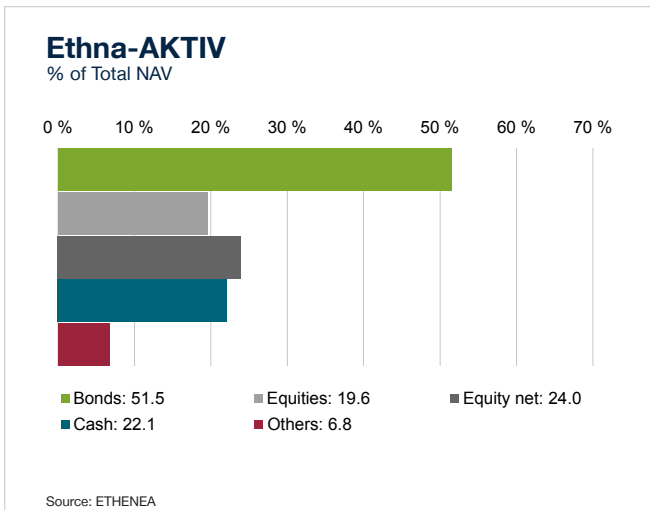
Guido Barthels, Luca Pesarini, Christian Schmitt,
Niels Slikker, Daniel Stefanetti, Peter Steffen,
Arnoldo Valsangiacomo und Team



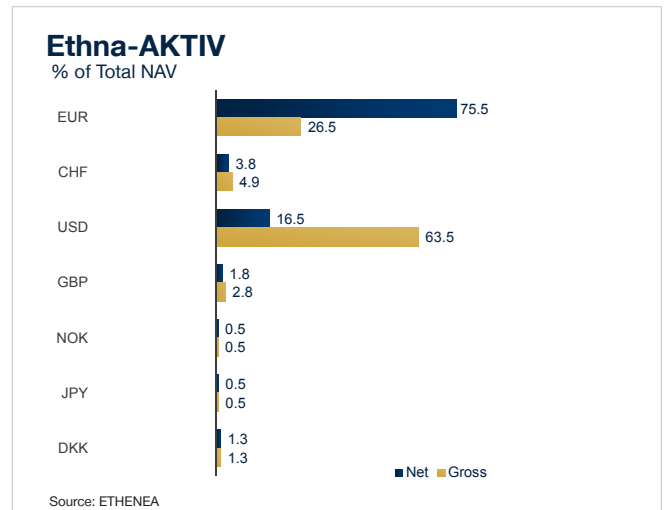
Grafik 6: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV*



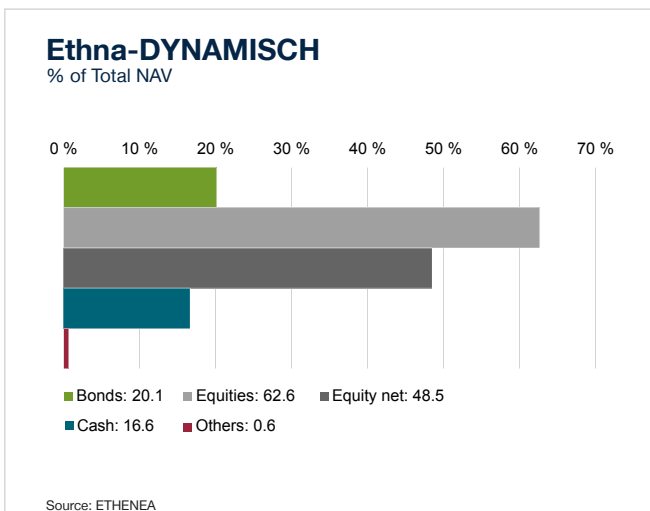
Grafik 9: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Währungen*



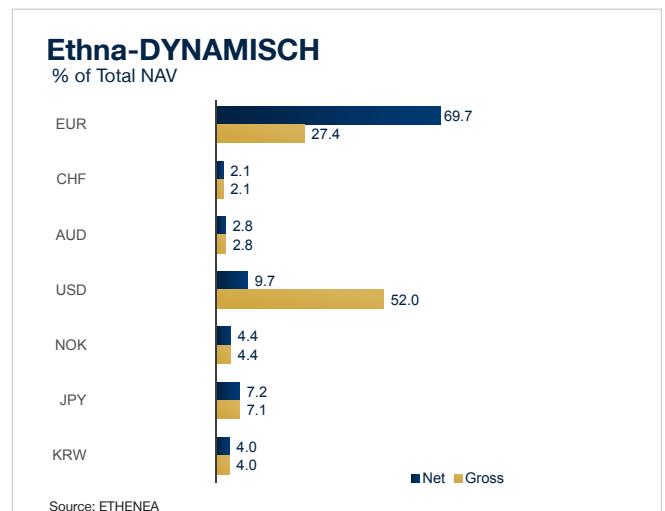
Grafik 7: Portfoliostruktur⁷ des Ethna-AKTIV*



Grafik 10: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Währungen*

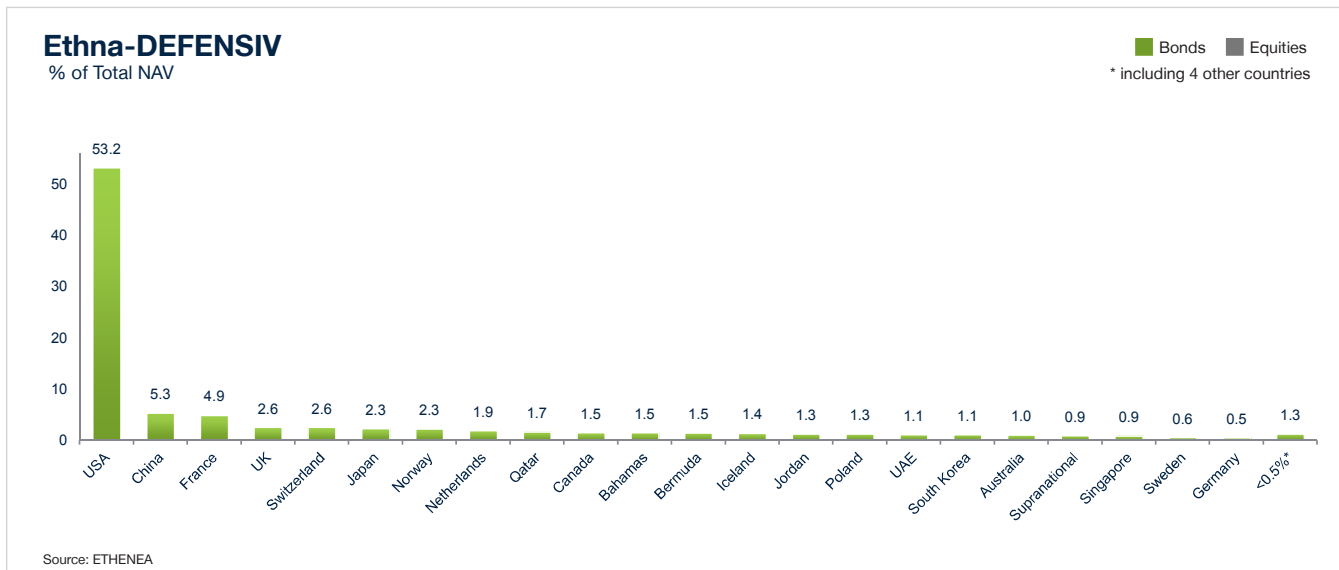


Grafik 8 : Portfoliostruktur⁷ des Ethna-DYNAMISCH*

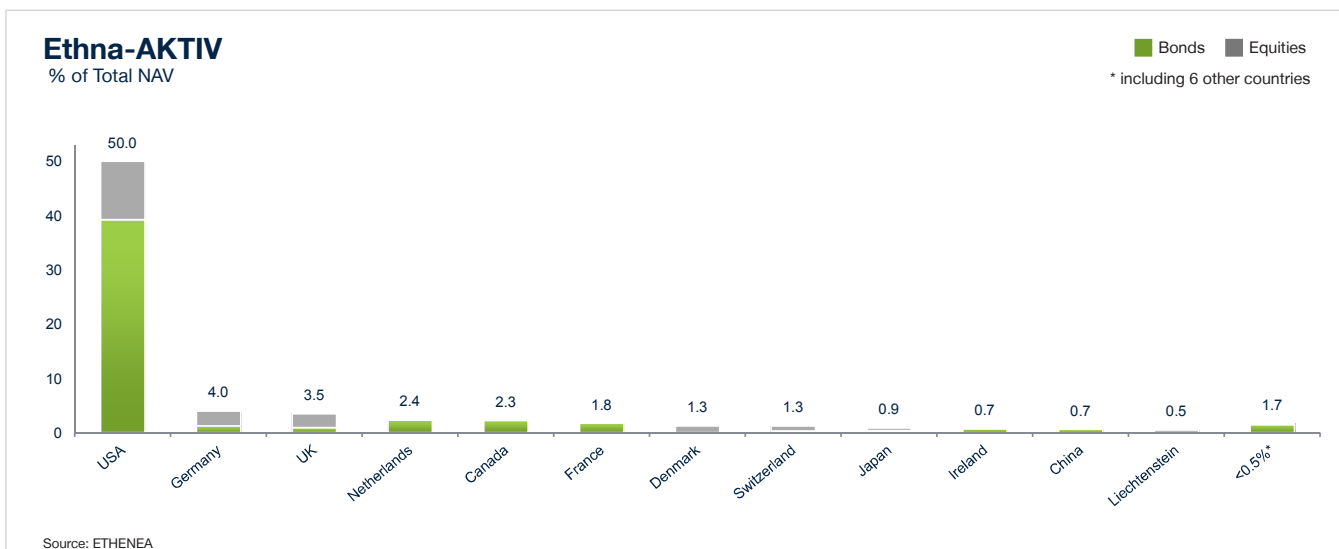


Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Währungen*

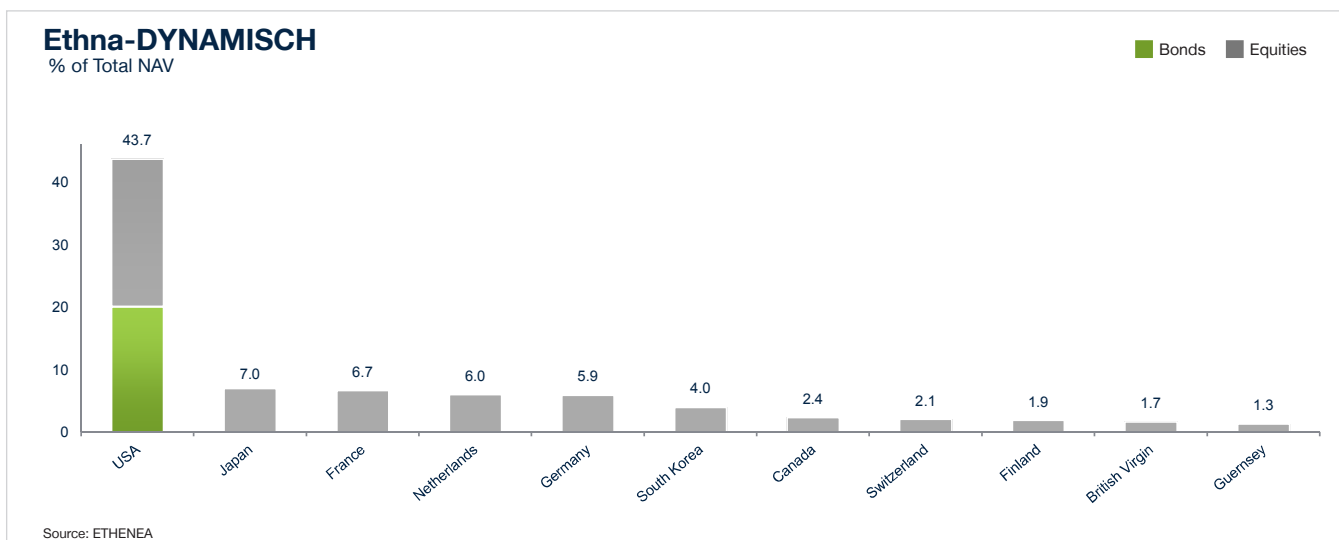
⁷ Unter der Position „Liquidität“ sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Die Position „Aktien Netto“ beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.



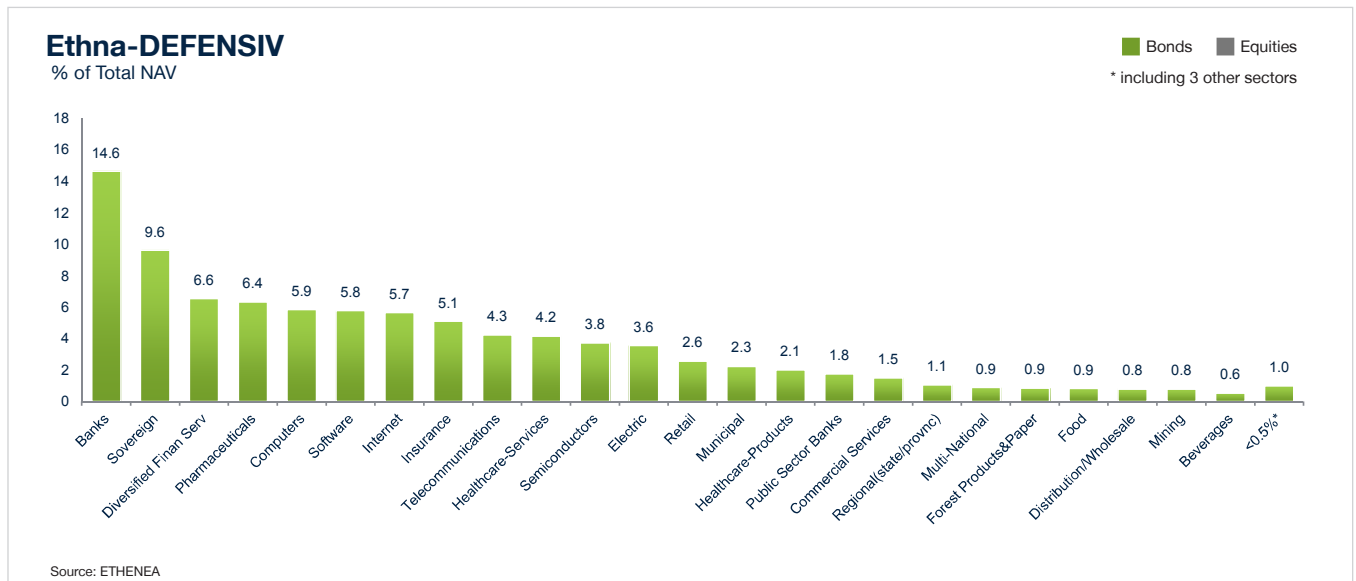
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft*



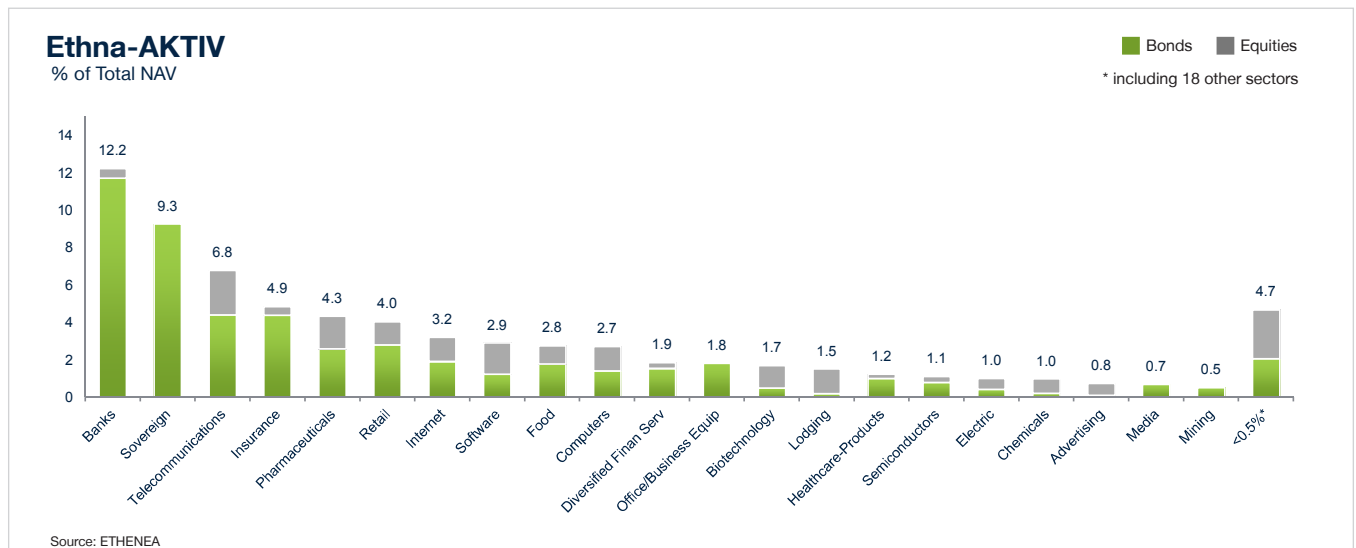
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft*



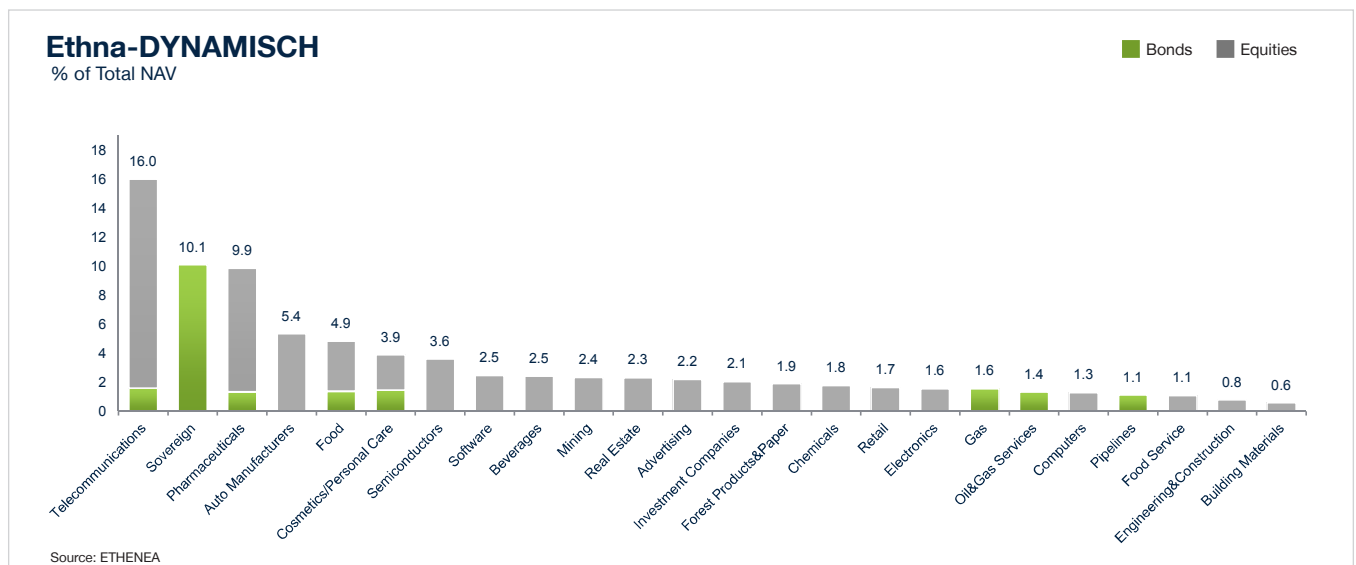
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft*



Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Branche*



Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche*



Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Emittenten-Branche*

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



Herausgeber >>

Das Portfolio Management Team und der Head of Research



(v.l.n.r.): Yves Longchamp – Head of Research bei ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG, Guido Barthels, Daniel Stefanetti, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Niels Slikker und Peter Steffen. Außerdem gehören zum Portfolio Management Team (nicht abgebildet): Matthias Brachtel, Jörg Held, Roland Kremer, Ralf Müller und Marco Ricciardulli.

Kontakt >>

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

ETHENEA Independent Investors S.A.
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone +352 276 921-0 · Fax +352 276 921-1099
info@ethenea.com · ethenea.com

Auszeichnungen >>



LIPPER
FUND AWARDS 2015 WINNER
GERMANY



LIPPER
FUND AWARDS 2014
GERMANY



LIPPER
FUND AWARDS 2015 WINNER
AUSTRIA



Wichtige Hinweise >>

Das in diesem Marktkommentar beschriebene Sondervermögen ist ein Luxemburger Investmentfonds (fonds commun de placement), der gemäß Teil I des Luxemburger Gesetzes vom 20. Dezember 2002 über Organismen für gemeinsame Anlagen („Gesetz vom 20. Dezember 2002“) auf unbestimmte Dauer errichtet wurde. 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 (Wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekte und Berichte), denen Sie ausführliche Informationen zu den potenziellen Risiken entnehmen können. Diese sind in deutscher Sprache kostenlos erhältlich bei der Verwaltungsgesellschaft ETHENEA Independent Investors S.A., 16, rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach oder bei der Vertreterin in der Schweiz: IPConcept (Schweiz) AG, In Gassen 6, Postfach, CH-8022 Zürich. Zahlstelle in der Schweiz ist die DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich. 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, 31.7.2016.