



Ruhe bewahren und Vorsicht walten lassen >>

Gegen das Establishment, gegen Immigration und schließlich anders als erwartet. Das sind die drei negativen Merkmale, die sowohl das Brexit-Votum vom 23. Juni als auch die US-Präsidentschaftswahl vom 8. November kennzeichnen. Zusätzlich erheben immer mehr Menschen im Vereinigten Königreich und auch in den USA – zwei etablierten westlichen Demokratien, die ihren ökonomischen Erfolg größtenteils dem Kapitalismus und dem freien Handel verdanken – ihre Stimme und kämpfen lautstark für Deglobalisierung.

Die überwiegende Mehrheit der Investoren hatte mit heftigen Marktkorrekturen als Folge dieser Wahlausgänge gerechnet. Doch am Ende kam alles ganz anders: Der Brexit hat noch nicht stattgefunden und seine Umsetzung ist zum Thema eines Gerichtsverfahrens geworden. Abgesehen von dem Versprechen, Amerika mithilfe massiver Fiskalstimuli, Steuersenkungen und geschlossener Grenzen wieder nach vorne zu bringen, hat auch Donald Trump noch nichts unternommen.

Wir haben unsere Zweifel daran, dass Donald Trump sein Ausgabenprogramm im angekündigten Maße umsetzen kann. Zum einen haben zwar die Republikaner die Mehrheit im Kongress, sie sind jedoch nicht alle Anhänger Donald Trumps. Ein Teil seines etwas wirren schuldenfinanzierten öffentlichen Investitionsprogramms wird er nicht verwirklichen können. Zum anderen wird es dauern, bis all dieses Geld tatsächlich zu arbeiten beginnt. Weder eine Brücke, noch eine Mauer können ohne Plan gebaut werden und dieser wird nicht innerhalb von vierzehn Tagen gezeichnet. Daher dürften die ersten Hinweise auf eine Wachstumsbeschleunigung, die auf die Maßnahmen Trumps zurückzuführen ist, nicht vor Ablauf der nächsten zwölf Monate feststellbar sein. Schließlich führen Steuersenkungen und eine lockerere Fiskalpolitik zu höheren Staatsausgaben und einem höheren Schuldendienst, was am Ende finanziell nicht unbedingt nachhaltig ist, es sei denn die Zinsen bleiben extrem niedrig.

Aus unserer Sicht befinden sich die Märkte in einer Phase der Übertreibung und zehn Jahre nach der globalen Finanzkrise ist die Politik von Donald Trump nicht das Allheilmittel zur Ankurbelung der Wirtschaft. Sicher dürfte eine fiskalpolitische Lockerung die Wirtschaft kurzfristig stimulieren, doch auch

das Wirtschaftsprogramm des gewählten US-Präsidenten Donald Trump über zwölf Billionen US-Dollar (entsprechend der höchsten Schätzung Moody's) wird die größte Volkswirtschaft der Welt nicht zu völlig neuem Leben erwecken. Selbst wenn die *Trumponomics* tatsächlich umfassend und erfolgreich umgesetzt werden, müssten die Zinsen niedrig genug bleiben, damit die Regierung ihr Vorhaben über Schulden finanzieren kann.

Global gesehen bleibt eine lockere Geldpolitik damit der gemeinsame Nenner: In Europa, Japan, Großbritannien und der Schweiz sind die Zinsen niedrig oder gar negativ, die QE-Programme laufen weiter und der Wille, dafür zu sorgen, dass die Währungen schwach bleiben, ist stark. In den USA sieht dies anders aus. Die Fed, die über die wichtigste Währung der Welt wacht, hat der akkommodierenden Geldpolitik als einzige große Notenbank den Rücken gekehrt und Zinserhöhungen angekündigt. Eine lockerere Fiskal- und eine restriktivere Geldpolitik sind die Zutaten für eine stärkere Währung so wie es im Lehrbuch steht und aus diesem Grund hat der Dollar seit 2014 gegenüber allen anderen Währungen zugelegt.

Ein starker Dollar hat jedoch auch seine klaren Grenzen. Zeiten eines starken US-Dollars, wie die vergangenen zwei Jahre, zeichnen sich durch weltweiten Deflations- und Rezessionsdruck aus. Zugleich ist die heutige Weltwirtschaft ohnehin durch einen Mangel an Inflation und Wachstum geprägt. In einem solchen Umfeld ist ein starker US-Dollar mindestens unerwünscht. Die jüngste Abwertung des chinesischen Yuan gegenüber dem US-Dollar belegt dieses Phänomen. Daraus schlussfolgern wir, dass der US-Dollar in diesem Umfeld nicht viel weiter zulegen wird, eher im Gegenteil.

Vor diesem Hintergrund setzt unser Investmentansatz auf lange Duration bei US-Anleihen und eine Absicherung des Währungsrisikos.

Der Ausgang der US-Wahlen ist für uns Anlass zur Sorge hinsichtlich eines zugrunde liegenden Themas, das uns die letzten zwanzig Jahre begleitet hat und zwar der Globalisierung. In westlichen Demokratien sind Populismus und Protektionismus im Aufschwung und somit ein weiterer gemeinsamer

Nenner. Dabei kann Deglobalisierung verschiedene Formen annehmen: Sie kann sich in Form von Regionalisierung wie in Schottland äußern, das aus Großbritannien austreten möchte oder Großbritannien, das die Europäische Union verlassen möchte. Genauso kann sie sich in Form einer angedrohten Kündigung von Handelsabkommen offenbaren, in einem Veto der Wallonie zum Handelsabkommen CETA mit Kanada oder einer Abstimmung der Schweiz über Zuwanderungseinschränkungen für EU-Bürger.

Während die Globalisierung zu einer weltweiten Konvergenz von Konjunkturzyklen und Inflation geführt hat, ist Deglobalisierung ein Schritt in Richtung Divergenz. Ein gutes Beispiel für die disruptive Kraft der Deglobalisierung ist die Eurokrise. Dabei ist die Eurozone ein *mittelgroßes* Experiment perfekter Globalisierung: Heterogene Volkswirtschaften haben entschieden, alle Handelsbarrieren für Güter, Dienstleistungen und Finanzflüsse sowie die Beschränkung der geographischen Mobilität von Arbeitskräften zu beseitigen und ihr Schicksal mit einer unwiderruflichen Einheitswährung zu besiegeln. Nach Jahren der scheinbaren Konvergenz ist die Kluft zwischen den Kern- und den Peripherieländern plötzlich und dramatisch sichtbar geworden und hat zu einer Divergenz der Renditen geführt. Wir mögen uns nicht ausmalen, was passieren könnte, würde dieses Phänomen globale Ausmaße annehmen. Das gesamte Finanzsystem würde unter enormen Druck geraten, Renditen würden divergieren und Währungen würden weit auseinander laufen.

Ausgehend von einem Deglobalisierungsszenario erwarten wir entgegen des vorherigen Szenarios einen stärkeren Dollar. Allerdings gehen wir davon aus, dass die Zinsen in den USA, bedingt durch eine große Nachfrage nach Liquidität, niedrig bleiben werden. Daher erachten wir eine lange Duration im festverzinslichen USD-Universum als angemessen.

Die Anleger haben ETHENEA das klare Mandat erteilt, die Volatilität der Fonds zu kontrollieren und dem Kapitalerhalt höchste Priorität einzuräumen. Aus diesem Grund haben wir die folgenden Maßnahmen innerhalb des Fonds Ethna-AKTIV getroffen:

- Das Anleihenportfolio besteht weiterhin fast ausschließlich aus US-Unternehmensanleihen bei einer leicht erhöhten Modified Duration.

- Das USD-Netto-Exposure wurde erheblich reduziert und stellt nun nur noch eine kleine Portfolioposition dar.
- Kasse und Gold, beides strategische Assetklassen, bleiben weiterhin signifikant innerhalb des Portfolios vertreten.
- Die Netto-Aktienquote wurde deutlich auf einen einstelligen Prozentsatz des Fondsvolumens reduziert.

ETHENEA verfolgt als unabhängige Kapitalanlagegesellschaft die Ziele des Kapitalerhalts, einer kontrollierten Volatilität und einer positiven Rendite. Dieses Jahr ist geprägt durch viele heftige Börsenereignisse, von der China-Korrektur im Januar, über das Brexit-Votum im Juni, bis hin zur Wahl von Donald Trump im November. Um unsere Ziele zu erreichen ist aktives Management von erheblicher Bedeutung, wobei sich Flexibilität als Bestandteil unserer Anlagephilosophie langfristig als erfolgreich erwiesen hat. Wir investieren entsprechend unserer Überzeugungen, immer mit dem Bewusstsein, dass Marktpreise volatil sein können. Aus diesem Grund stellen wir unsere Fonds solide auf, sodass sie für unerwartete Schocks gewappnet sind. Dafür bedarf es Erfahrung und Geduld, die Haupteigenschaften eines langfristigen Anlegers.

Wir danken Ihnen für Ihre Treue und Ihr Vertrauen.

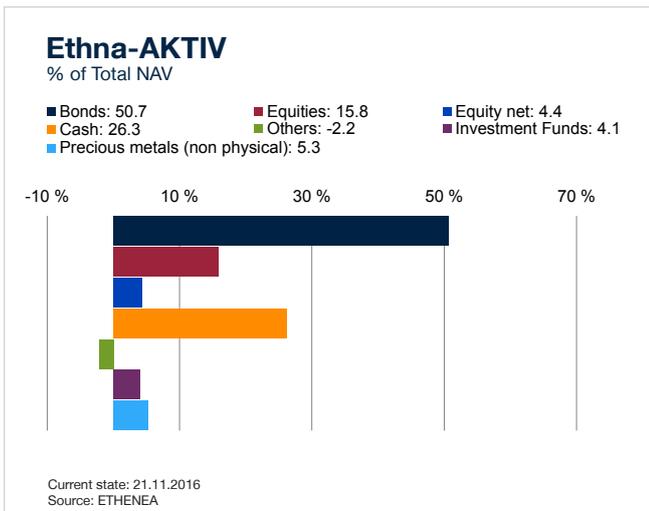
Autoren >>

Portfolio Management

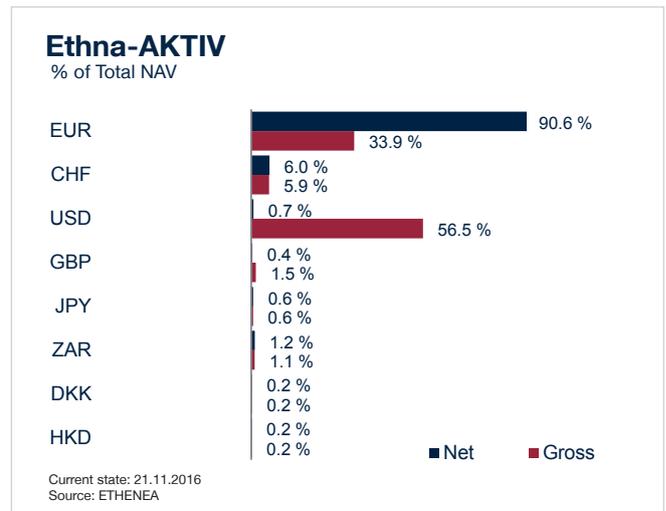
Guido Barthels, Luca Pesarini,
Christian Schmitt, Niels Slikker,
Daniel Stefanetti, Peter Steffen,
Arnoldo Valsangiacomo und
Team

Yves Longchamp, CFA

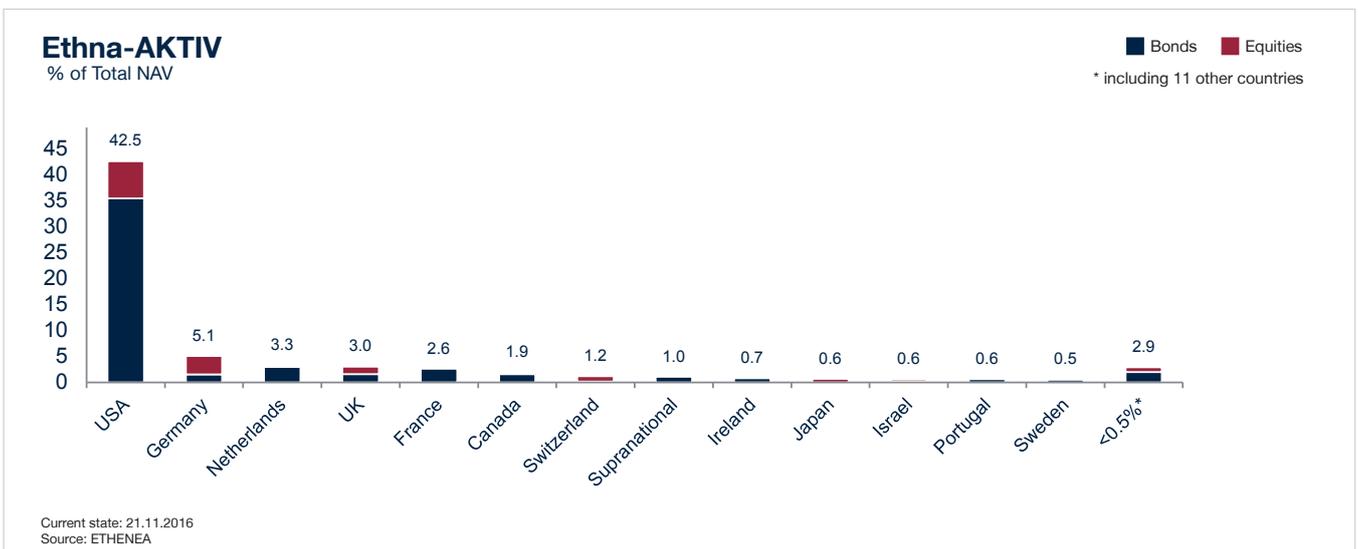
Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG



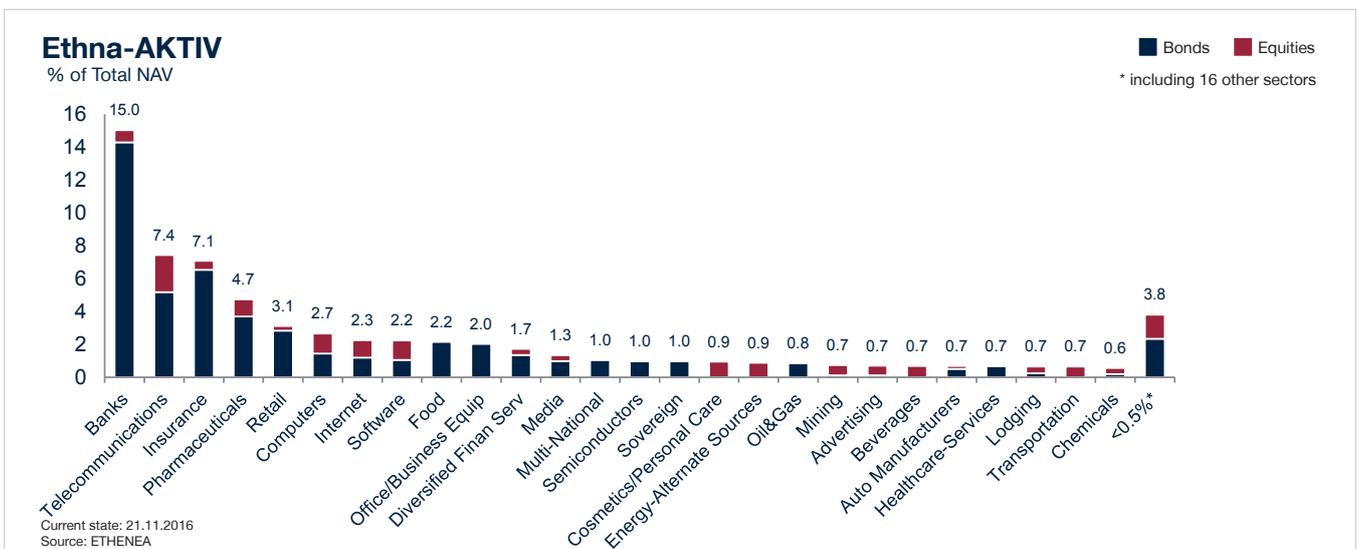
Grafik 1: Portfoliostruktur¹ des Ethna-AKTIV*



Grafik 2: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Währungen*



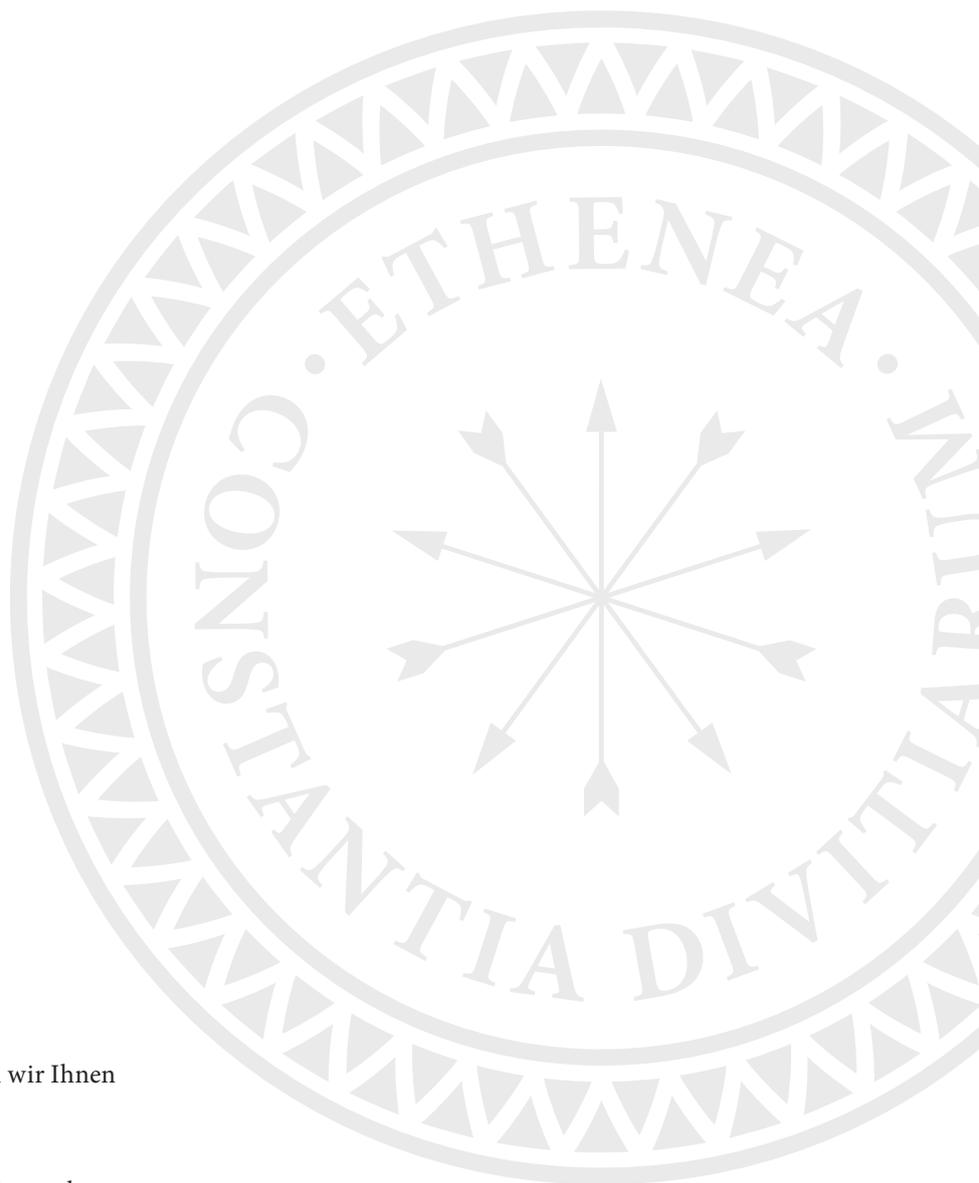
Grafik 3: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft*



Grafik 4: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche*

¹ Unter der Position „Liquidität“ (Cash) sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Die Position „Aktien Netto“ (Equity net) beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.

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



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

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, 23.11.2016.