



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Nr. 6 · Juni 2017

MARKTKOMMENTAR



„Draco dormiens nunquam titillandus“¹

Eintönige Märkte und Selbstzufriedenheit gehen oft Hand in Hand. Da wir nicht in diese Falle tappen wollen, bemühen wir uns, wachsam zu bleiben und konzentrieren uns darauf, die kommenden unbekannteren Risikofaktoren zu erkennen, die die Märkte aus der Bahn werfen könnten.



Inhalt >>

Ausgabe vom 31. Mai 2017

- >> „Draco dormiens nunquam titillandus“
- >> Makroökonomischer Ausblick
- >> Positionierung der Ethna Funds

info@ethenea.com | ethenea.com



„Draco dormiens nunquam titillandus“¹

Eintönige Märkte und Selbstzufriedenheit gehen oft Hand in Hand. Da wir nicht in diese Falle tappen wollen, bemühen wir uns, wachsam zu bleiben und konzentrieren uns darauf, die kommenden unbekanntem Risikofaktoren zu erkennen, die die Märkte aus der Bahn werfen könnten.

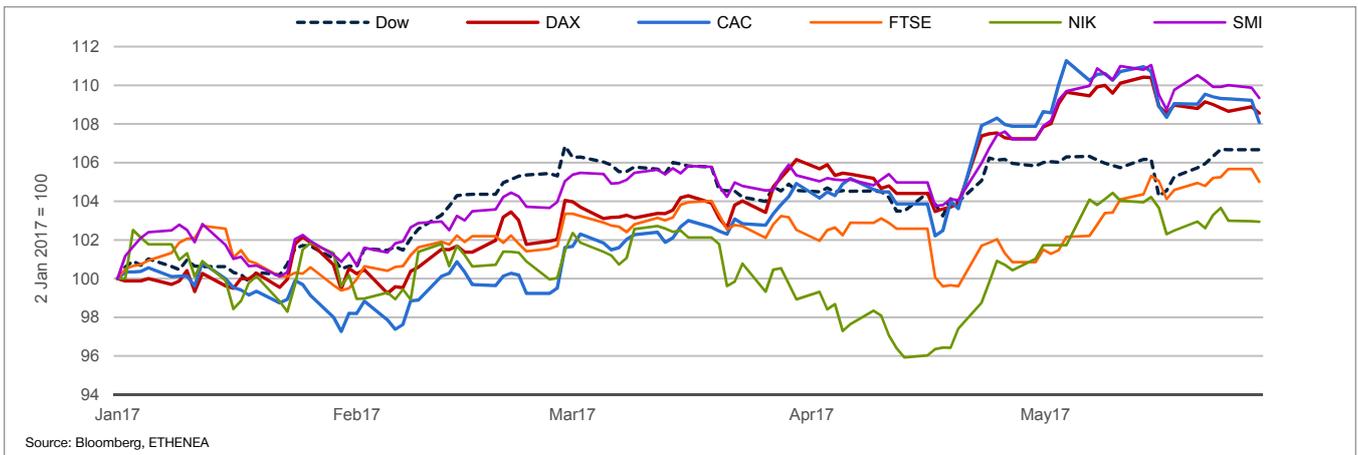
In letzter Zeit habe ich oft von Leuten gehört, dass die Märkte langweilig seien. Und – Hand aufs Herz – ich habe mich ehrlich gesagt bei demselben Gedanken ertappt. Das ist beängstigend und sehr gefährlich, denn Langeweile geht oft Hand in Hand mit Selbstgefälligkeit und das ist das Schlimmste, was passieren kann. Das habe ich in den vergangenen 30 Jahren am Kapitalmarkt gelernt. Selbstzufriedene oder allzu zuversichtliche Investoren stützen sich auf falsche Annahmen und verzerren die Sicht auf das Risiko-Rendite-Profil des Marktes und ihrer Anlagen.

Deshalb ist es äußerst wichtig, ein hohes Maß an Wachsamkeit beizubehalten – sogar noch mehr als in Zeiten turbulenter Märkte. Denn schließlich lautet die Devise: *Kitzle niemals einen schlafenden Drachen*. Das ist übrigens die Übersetzung des Titels dieses Marktkommentars und auch das Motto der Hogwarts-Schule für Hexerei und Zauberei. Ein wenig Magie könnte bei der Früherkennung des nächsten Bebens an den Märkten hilfreich sein, um Verluste zu begrenzen oder sogar Gewinne zu erzielen. Wenn es eine Gewissheit gibt, dann die, dass es Ereignisse geben wird, die die Märkte aus der Bahn werfen werden. Politische Ereignisse? Wirtschaftsdaten? Gesetzesänderungen? Alles ist möglich.

Wir wollen uns kurz die verschiedenen Marktvariablen anschauen, um zu ermitteln, worin diese Langeweile begründet sein könnte. In Grafik 1 werden verschiedene weltweite Aktienindizes verglichen. Die Aktienmärkte waren ganz eindeutig alles andere als langweilig. Die europäischen Indizes legten im laufenden Jahr 8% zu, Großbritannien und die USA hinken hinterher. Japan bildet mit knapp über 2% seit Jahresbeginn das Schlusslicht, war aber zwischenzeitlich auch -4% gefallen. Hier war einiges los, was sicher kein Grund für Langeweile war.

Der Volatilitätsindex VIX bewegt sich derzeit auch auf historisch niedrigen Niveaus, wie man der Grafik 2 entnehmen kann. Die zwei Ausschläge nach oben hingen beide mit politischen Ereignissen zusammen und können mit misslichen Situationen des aktuellen US-Präsidenten Donald Trump in Verbindung gebracht werden. Viele Verkäufer von Volatilität halten momentan einen Deckel auf den Index – eine Position, die sich nur dann bezahlt macht, wenn die derzeitige Volatilität nicht durch reale Ereignisse wesentlich erhöht wird. Offensichtlich ist niemand wirklich beunruhigt.

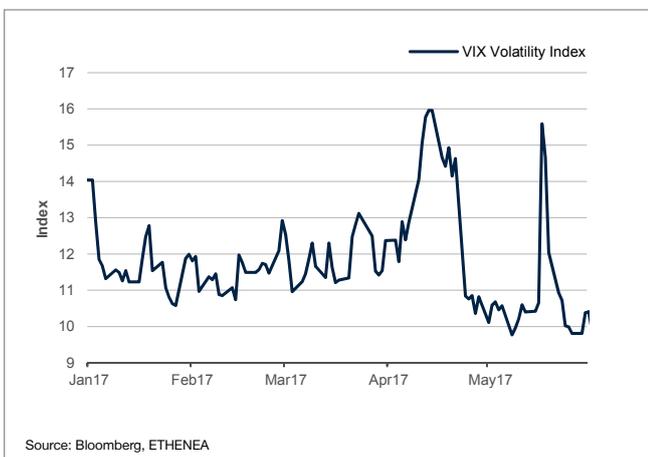
¹ Auf Deutsch bedeutet dieser lateinische Satz: „Kitzle niemals einen schlafenden Drachen“.



Grafik 1: Vergleich ausgewählter Aktienindizes

Selbst der Rohölpreis, der in der Vergangenheit häufig Grund dazu gab, Aktien- und Anleihenbewertungen neu einzuschätzen, hat eine brave Entwicklung seit Jahresbeginn vollzogen. Schwankungen von 10% um den Mittelwert von 50 USD erscheinen in einer Zeit, in der Rohöl aufgrund der Verhandlungen über die Drosselung von Fördermengen im Rampenlicht steht, nicht übertrieben. Die langfristige Volatilität dieses Preises hat sich im bisherigen Jahresverlauf immer weiter abgeschwächt und sofern es nicht zu weiteren geopolitischen Überraschungen kommt, wird dieser Trend wahrscheinlich anhalten.

Der EUR/USD-Wechselkurs, der sich in sechs Monaten größtenteils in einer Spanne zwischen 1,04 und 1,09 bewegte (Grafik 4), schlug nach oben aus, als der Markt die Wahrscheinlichkeit einer *Trumpflation* neu einschätzte. Wenngleich dies auf den ersten Blick wie eine neue Entwicklung erscheinen mag, lässt die Begeisterung schnell nach, wenn man sich die längerfristige Entwicklung des EUR/USD ansieht. Seit mehr als zwei Jahren bewegte sich der Wechselkurs nicht über die Spanne von 1,04 bis 1,15 hinaus. Das ist in der Tat langweilig.



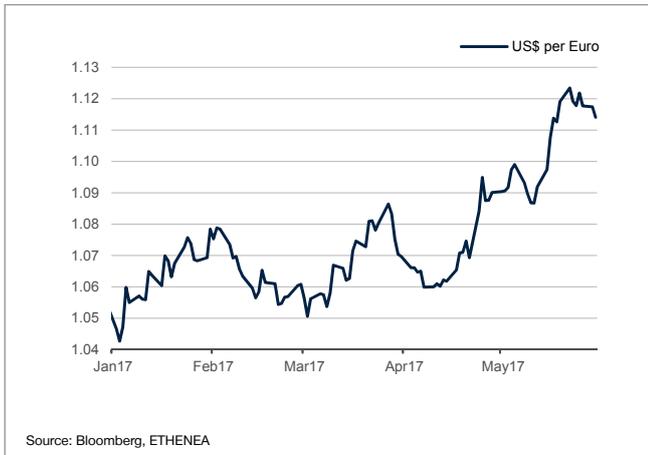
Grafik 2: Entwicklung des VIX-Index



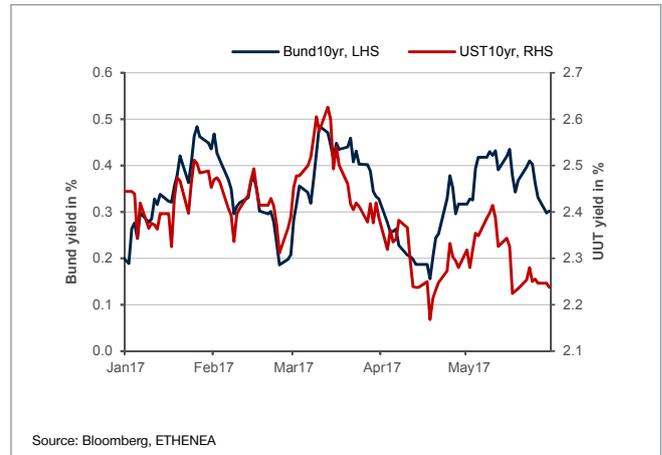
Grafik 3: Entwicklung der Ölpreise

Auch die langfristigen Anleihenrenditen tendieren seitwärts. 10-jährige Bundesanleihen bewegten sich zwischen 0,2% und 0,5%, während ihre US-Pendants in einem Bereich von 2,20% bis 2,60% lagen. Keines der potenziell katastrophalen politischen Ereignisse in Europa führte dazu, dass sich die Rendite von Bundesanleihen über die bisherige Schwankungsbreite hinaus entwickeln konnte. Selbst die unberechenbare Politik von Präsident Trump verursachte nur geringe Schwankungen bei den Renditen von US-Staatsanleihen. Ein kurzer Blick auf die Credit-Spreads sowohl im Investment-Grade- als auch im High-Yield-Universum (Grafiken 6 und 7) lässt wenig Bewegung erkennen. Es ist nur eine geringfügige weitere Einengung der Spreads festzustellen.

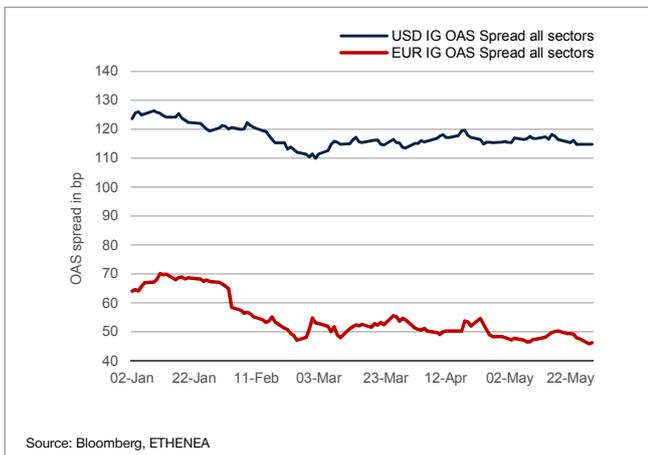
Alles in allem lässt sich der Ursprung der wahrgenommenen Langeweile leicht nachvollziehen. Abgesehen von den schwankenden Aktienmärkten sind die meisten anderen für uns relevanten Marktvariablen in einer Spanne gefangen und bei einigen ist das schon seit Monaten der Fall. „Mean Reversion“ oder die Rückkehr zum Mittelwert scheint das Motto des Monats zu sein, wenngleich jeder, der auch nur ein Minimum an Markterfahrung hat, weiß, dass dies nicht so bleiben wird. Das „wachsam bleiben“ liegt jedoch nicht in der Natur des Menschen. Besonders wenn er etwas beobachtet, das kaum aufregender ist als trocknende Farbe.



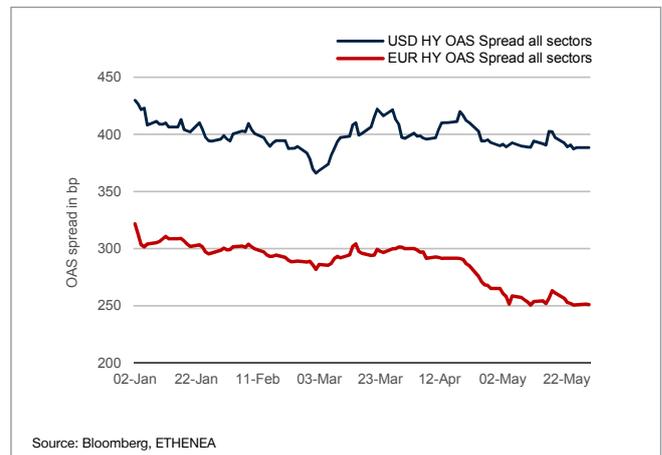
Grafik 4: Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses



Grafik 5: Renditeentwicklung 10-jähriger Bundesanleihen und US-Staatsanleihen



Grafik 6: Optionsbereinigter Spread von Investment-Grade-Anleihen in EUR und USD



Grafik 7: Optionsbereinigter Spread von Nicht-Investment-Grade-Anleihen in EUR und USD

Deshalb ist es wichtiger denn je, jede Selbstgefälligkeit so energisch wie möglich zu bekämpfen. Ich bin weiterhin davon überzeugt, dass wir Ausschläge bei den Anleiherenditen erleben werden, sowohl nach oben (bei Bundesanleihen) als auch nach unten (bei Treasuries). Eine erfolgreiche Amtsenthebung von Donald Trump könnte ein Auslöser sein. Ein weiterer könnte eine allzu restriktive Fed in einer Phase der Konjunkturschwäche sein, was auf einen Fehler in der Geldpolitik hindeuten könnte. Auch das Wiederaufkeimen von Sorgen am Markt über ein Fortbestehen der Verschuldung Chinas könnte zu weltweiten Turbulenzen führen. Es gibt ganz unverkennbar viele Bereiche für potenzielle Katastrophen.

Meine Kollegen und ich hoffen jedenfalls, dass es zu keinen allzu starken Ausschlägen kommt. Einen schlafenden Drachen weckt man besser nicht auf, denn selbst im derzeitigen Umfeld besteht die Möglichkeit, in den Fonds positive Renditen zu

erzielen. Es mag sich ein wenig banal anhören, aber das ist angenehmer als brüllende Drachen. Wir bleiben auf jeden Fall auf der Hut und halten Ausschau nach den schlafenden Drachen. Auf die ersten Drachen werden wir beim Start der neuen Staffel unserer Lieblingsfernsehserie *Game of Thrones* am 16. Juli stoßen, aber ich glaube, das zählt nicht.



Autoren >>

Guido Barthels
 Portfoliomanager
 ETHENEA Independent
 Investors S.A.

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

Makroökonomischer Ausblick >>

Déjà-vu

„In den USA erreichte die Inflation einen neuen Höchststand, und die Arbeitslosenquote ging auf 4,4% zurück, ihr niedrigstes Niveau seit der jüngsten Rezession. Das BIP-Wachstum der USA wird auf 2,1% geschätzt, und die Frühindikatoren deuten weiter auf Wachstum hin, wenngleich sie etwas an Schwung verlieren. Auch der S&P 500 kletterte auf einen neuen Höchststand. In der Eurozone lag die Inflation in der Komfortzone der Europäischen Zentralbank (EZB) und die Arbeitslosigkeit zeigte eine fallende Tendenz. Für die Eurozone wird mit einem BIP-Wachstum von 2,6% gerechnet, und die Frühindikatoren nahmen Fahrt auf. Auch der STOXX 600 kletterte auf einen neuen Höchststand. *Déjà-vu?* Im Grunde ist dies dieselbe wirtschaftliche Einschätzung wie die, die wir im Juni 2007, vor genau zehn Jahren, abgaben.

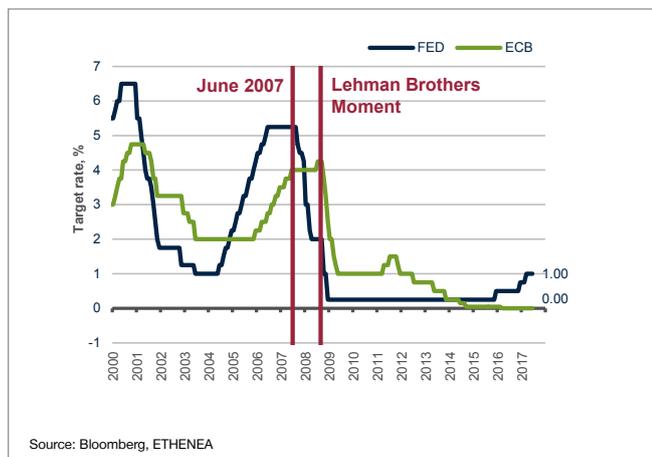
Genau wie in dem Film *Matrix* hat man das Gefühl eines *Déjà-vu* – im Falle der Hauptfigur Neo ist dies genau der Moment, in dem die Matrix neu geladen wird und eine neue Runde mit neuen Regeln beginnt.

Einer der Hauptunterschiede zwischen damals und heute ist die Rolle, die die Zentralbanken einnehmen. Ihre Größe hat in den vergangenen zehn Jahren signifikant zugenommen und das Zinsniveau unterscheidet sich dramatisch (Grafik 8). 2007 lagen die Leitzinsen in Europa bei 4% und in den USA

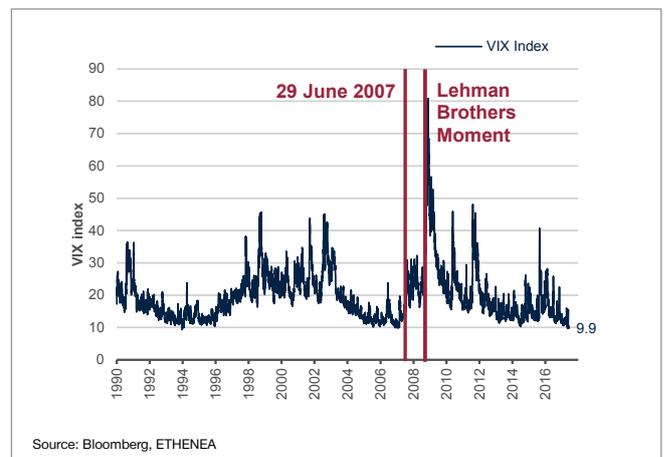
bei 5,25%. Das war ihr höchster Wert im letzten Zyklus, wenn man von der nach einem früheren EZB-Präsidenten benannten Trichet-Anhebung absieht. Jener Präsident hatte den Leitzins nur zwei Monate vor dem Untergang von Lehman Brothers um weitere 0,25% erhöht.

Mit dieser neuen Regel im Hinterkopf stellt sich logischerweise die Frage, was die Zentralbanken bei der nächsten Rezession tun könnten und wie ein gut diversifiziertes Portfolio heute aussieht, denn Staatsanleihen scheinen nicht die sicheren Anlagen zu sein, die man in Zukunft halten sollte, da ihre Fähigkeit, finanzielle Schocks abzufedern, heute eindeutig begrenzter ist als noch vor zehn Jahren.

Abgesehen von den Zentralbanken und den noch andauernden Konsequenzen der globalen Finanzkrise, unter denen Anleger heute noch zu leiden haben, war der Juni 2007 ein Wendepunkt, der unser Leben und das künftiger Generationen verändert hat. Die Auswirkungen sind noch drastischer als die der globalen Finanzkrise. Am 29. Juni 2007 wurde dem breiten Publikum das erste iPhone angeboten. Es machte die Revolution von Internet und Kommunikation in einem einzigen Objekt greifbar und veranschaulicht das hohe Vertrauen und die Selbstzufriedenheit der Jahre vor der Finanzkrise.



Grafik 8: Damals und heute



Grafik 9: Selbstzufriedenheit oder Zuversicht

² Quelle: <http://www.reuters.com/article/us-bnpparibas-subprime-funds-idUSWEB612920070809>

³ Quelle: <https://group.bnpparibas/en/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporally-suspends-calculation-net-asset-funds-parvest-dynamic-abs-bnp-paribas-abs-euribor-bnp-paribas-abs-onia>

In nur wenigen Wochen war dieses Vertrauen erschüttert, denn am 9. August 2007 wurden von BNP Paribas „... 2,2 Mrd. USD Fondsvermögen aufgrund der Not des US-Subprime-Hypothekensektors eingefroren, die die Finanzmärkte weltweit erschütterte.“² „Das völlige Verschwinden von Liquidität in bestimmten Segmenten des US-Verbriefungsmarktes hat es unmöglich gemacht, bestimmte Vermögenswerte ungeachtet ihrer Qualität oder ihres Ratings fair zu bewerten. Im Moment sieht es so aus, dass es unmöglich ist, die zugrunde liegenden US-ABS-Vermögenswerte fair zu bewerten ... Wir sind daher nicht in der Lage, einen zuverlässigen Nettoinventarwert („NIW“) für die Fonds zu berechnen.“³ Im Dezember desselben Jahres geriet die US-Wirtschaft in die schwerste Rezession seit der Weltwirtschaftskrise. Am 15. September 2008 ging Lehman Brothers unter und die Subprime-Krise nahm eine wahrhaft globale Dimension an, trieb die Weltwirtschaft in die Rezession und machte aus den Finanzmärkten Bärenmärkte.

Seit den finstersten Momenten der globalen Finanzkrise wurden riesige Fortschritte gemacht, und es ist bemerkenswert, wie effizient Zentralbanken und Regierungen die Abwärtskräfte umdrehen konnten, die zu dieser Zeit am Werk waren.

Wie von Guido Barthels bereits erwähnt, ist ein Maß für Angst und Zuversicht (oder Selbstzufriedenheit) der VIX-Index – eine Statistik, die die Volatilität am US-Aktienmarkt darstellt. Mit 9,9% zum Zeitpunkt des Erstellens dieses Berichtes ist dieser Index, wie aus Grafik 9 hervorgeht, zum 14. Mal in 27 Jahren unter 10% gefallen, was ganz klar auf ein hohes Maß an Zuversicht oder Selbstzufriedenheit hindeutet. Wieder ein *Déjà-vu*. Anders ausgedrückt handelt es sich um ein Niveau, das im Durchschnitt alle zwei Jahre zu beobachten ist, aber dieses Mal war es während der vergangenen vier Wochen gleich fünfmal zu verzeichnen.

Ein Zeitraum sehr geringer Volatilität ist auf keinen Fall ein Hinweis darauf, dass ein bedeutender Crash bevorsteht. Dennoch erinnern uns die Daten vom Juni 2007 daran, dass wir uns nicht von Wirtschafts- und Finanzdaten irreführen

lassen sollten – nicht weil sie falsch sind, sondern weil sie sich abrupt ändern können. Was heute als sicher gilt, könnte sich morgen als zweifelhaft herausstellen. Wir müssen wachsam bleiben, wie im ersten Teil dieses Marktkommentars bereits erwähnt. In den USA, der Eurozone und in China ist das Wachstum robust. Die Frühindikatoren deuten immer noch auf Wachstum hin. Die Inflation ist niedrig und stabil und wird sich in naher Zukunft wahrscheinlich nicht aus der Komfortzone der Zentralbanken hinausbewegen. Die Geldpolitiken sind insgesamt trotz einer gewissen Normalisierung weiterhin durchweg akkommodierend und der weltweite Konjunkturzyklus wird sich wahrscheinlich nicht verbessern, könnte aber länger andauern; es ist ein sogenannter „Sweet Spot“.

Wir sehen keinen besonderen Grund für eine plötzliche Änderung und gehen davon aus, dass das derzeitige Wirtschafts- und Marktumfeld noch einige Monate andauern wird. Wie wir in den vorangegangenen Ausgaben unseres Marktkommentars schrieben, ist die Liste erkannter Risiken jedoch weiterhin lang. Unter ihnen findet man Italien, das ein existenzielles Risiko für die Eurozone darstellt, die US-Wirtschaft, die sich allmählich abschwächt, und schließlich China mit seinen inländischen und internationalen Ungleichgewichten (hohe Inlandsverschuldung und Abwertungsdruck auf die Währung). Wir beobachten diese Risikofaktoren sehr genau. Die drei betroffenen Länder haben zumindest einen gemeinsamen Nenner, nämlich ihre hohe Verschuldung, sowohl die private als auch die staatliche. Wenn man jedoch eine einzelne Variable im Auge behalten sollte, dann sind es die Zinssätze. *Déjà-vu?* Wir werden sehen.

Autoren >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

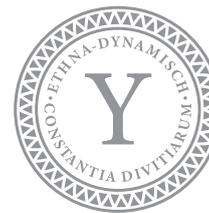
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



>> Möchten Sie Videos von unserem Head of Research ansehen?

Sie finden sie im Bereich **Video** auf unserer Website.
ethenea.com/goto/videos

Positionierung der Ethna Funds >>



Ethna-DEFENSIV

Wie in den vorangegangenen Monaten hielten wir an unserer *Politik der ruhigen Hand* fest und nahmen nur geringfügige kosmetische Veränderungen am Fonds vor. Wir haben einige unserer Unternehmensanleihen verkauft, die aus unserer Sicht allmählich zu hoch gehandelt werden. Die Erlöse wurden zum Teil in der Kasse gehalten, um unsere Reserven zu erhöhen. Den anderen Teil (1% des NIW) haben wir in kurz laufenden Anleihen in mexikanischem Peso ohne Währungsabsicherung angelegt. Unser Grund für diese Entscheidung war die Tatsache, dass der Peso im Zuge der Verkaufswelle beim brasilianischen Real aufgrund der Anschuldigungen gegen Präsident Temer ebenfalls an Wert verlor. Diese allgemeine Schwäche erwies sich als guter Einstiegspunkt, da der mexikanische Peso bis zur Erstellung dieses Kommentars fast 2% zulegte. Da die Anleihen eine kurze Duration von unter 3 haben, ist ihre Zinssensitivität gering, und sie liefern eine Rendite von 7% bei einer Laufzeit von weniger als 3 Jahren.

Die Duration des Fonds wurde kontinuierlich gesteuert, da unsere Hauptbezugsgröße für die Rendite, die 10-jährige US-Staatsanleihe, weiterhin in ihrer fest etablierten Spanne gehandelt wird.

Das Aktienengagement wurde taktisch verwaltet, aber aus strategischen Erwägungen über den gesamten Monat bei über 3% belassen.

Insgesamt gelang es uns, dem Markt weitere 0,25% abzugewinnen, was eine jährliche Performance von 1,43% und eine annualisierte Volatilität von 2,1% ergibt.

Ethna-AKTIV

Unsere Aktivitäten im Mai waren im Wesentlichen von vorsichtigen Allokationsentscheidungen und Gewinnmitnahmen geprägt. Auf der Anleihe Seite haben wir unser Exposure vor dem Hintergrund weiterhin niedriger Zinsen und enger Risikoprämien weiter reduziert. Bei den Aktien haben wir nach den starken ersten Monaten auf einige Positionen, insbesondere in Europa, Gewinne realisiert. Auf der Währungsseite haben wir dagegen alle Positionen bis auf den Schweizer Franken geschlossen. Unsere Position in Gold haben wir zur Diversifikation unverändert gelassen.

Während der leichten Korrektur Mitte des Monats haben wir unsere Aktienquote zeitnah reduziert und Gewinne insbesondere auf unsere Positionen in europäische Bankaktien und den DAX realisiert. Die Positionen in asiatischen Märkten, insbesondere Südkorea und Hongkong, haben wir dagegen weitgehend unverändert gehalten. Dadurch konnten wir die Auswirkung der Korrektur auf die Jahresperformance in engen Grenzen halten. Unsere Put-Optionen zur Absicherung unserer US-amerikanischen Aktien haben wir unverändert behalten. Wir bleiben grundsätzlich positiv bezüglich der fundamentalen Rahmendaten für Aktien gestimmt und haben unsere Positionen in Einzeltiteln daher weitgehend unverändert bei etwa 16% belassen. Zusammen mit unseren Investitionen über Futures beläuft sich unsere Aktienquote netto auf derzeit etwa 24%. Sollte es während der weniger liquiden Sommermonate und vor dem Hintergrund des ein oder anderen politischen Theaterstücks zu weiteren Korrekturen kommen besteht im Portfolio daher ausreichend Spielraum günstigere Einstandskurse für die Erhöhung unserer Quote zu nutzen.

Auf der Anleihe Seite präsentieren sich die aktuellen Bewertungen nach wie vor weit entfernt von attraktiven Niveaus. Die Zinsen in Europa und den USA schaffen es einfach nicht sich nachhaltig von ihren niedrigen Werten zu verabschieden und die Risikoprämien bei Unternehmensanleihen bewegen sich stur um die zyklischen Tiefststände. Die politischen Querelen der USA mit sich selbst und dem Rest der Welt und die zuletzt wieder gestiegene Unsicherheit um die Wahlen in England könnten zusammen mit anhaltend schwachen Inflationszahlen zunächst dafür sorgen, dass die Zinsen auf ihren niedrigen Niveaus verharren. Solide Unternehmensergebnisse und ordentliche makroökonomische Daten auf der anderen Seite sollten die Risikoprämien für Unternehmensanleihen auf absehbare Zeit stabilisieren. Wir haben daher weiterhin Gewinne auf sehr teuer gewordene Anleihepositionen realisiert und die Anleihequote nochmals auf aktuell 41,5% gesenkt. Die Duration haben wir vor dem Hintergrund der beschriebenen Unsicherheiten leicht auf 3,6 Jahre erhöht. Insbesondere in den USA sehen wir kurzfristig eher Gründe für niedrigere Zinsen als für einen deutlichen Anstieg.

Wie beschrieben, sind politische Risiken seit einigen Wochen kein rein europäisches Thema mehr und derzeit in den USA ebenfalls Bestandteil der täglichen Berichterstattung. Die daraus folgende Unsicherheit hat sich zuletzt im EUR/USD Wechselkurs deutlich gezeigt. Wir hatten auf diese Entwicklung

frühzeitig reagiert und unsere USD Position bereits in der ersten Monatshälfte geschlossen. Ebenfalls geschlossen haben wir unsere Position in der Norweger Krone, so dass zur Diversifikation derzeit lediglich noch eine nennenswerte Position im Schweizer Franken besteht. Ein großer Teil der CHF Währungsposition ist allerdings mit Aktieninvestitionen unterlegt, die im Allgemeinen eine negative Korrelation zur einheimischen Währung aufweisen.

Insgesamt ist das Portfolio damit zurzeit vorsichtig und angemessen diversifiziert aufgestellt. Netto-Aktienquote und Duration werden mit Hilfe liquider Futures weiter sehr eng und flexibel gesteuert. In der Kasse haben wir dabei genügend Spielraum geschaffen, um bei Marktkorrekturen fundamental attraktiv bewertete Aktien und Unternehmensanleihen einzusammeln.

Ethna-DYNAMISCH

Im Mai haben wir einige kleine Änderungen am Portfolio des Ethna-DYNAMISCH vorgenommen. Wir haben die Stärke des Marktes genutzt, um einige Gewinne bei unseren europäischen Positionen mitzunehmen, indem wir unsere Anteile an Talanx und Intesa SanPaolo verkauften. Während wir einen Teil der Erlöse in eine neue Position in der niederländischen Versicherungsgesellschaft NN Group investiert haben, dienten diese Transaktionen insgesamt dazu, das Bruttoengagement in Aktien auf rund 60% zu reduzieren. Regional gesehen sind wir mit 30% in Europa weiterhin Übergewichtet, gefolgt von den USA mit 18% und Asien mit 12%. Weiterhin nutzten wir die extrem niedrige Volatilität, um den Ausübungspreis unserer aus Verkaufsoptionen bestehenden Absicherungen zu erhöhen und somit den höheren Marktniveaus Rechnung zu tragen. Gleichzeitig haben wir ihre Fälligkeiten zum Jahresende hin ausgedehnt, womit wir unsere Absicherungskosten für den Rest des Jahres festschreiben konnten. Aus technischer Sicht führt dies zu einem Nettoengagement in Aktien von derzeit etwa 50%. Diese Quote steht auch weitgehend in Einklang mit unserem Top-down-Allokationsmodell. Wenngleich das ausgewiesene Risikoexposure immer noch in den positiven Bereich tendiert, ist es in den vergangenen Wochen auf etwa 70% gesunken, was unser Aktienengagement von rund 50% für den Fonds erklärt.

In den festverzinslichen Anlagen des Fonds nahmen wir einige weitere kleine Gewinne bei extrem lang laufenden

US-Staatsanleihen mit, als ihre Renditen unter 2,9% fielen. Wir halten weiterhin etwa 7,5% des Fondsvermögens in diesen extrem lang laufenden Anleihen, die wir angesichts ihrer natürlichen Korrelation mit den globalen Aktienmärkten von -0,5 als ausgezeichnetes Instrument zur Diversifizierung gegenüber unserem Aktienrisiko betrachten. Zusammen mit unserem verbleibenden High-Yield-Engagement von etwas unter 5% halten wir nun etwa 12,5% des Fondsvermögens in festverzinslichen Wertpapieren. Da wir gleichermaßen davon ausgehen, dass die USA ihre Geldpolitik weiter straffen werden und die EZB demnächst einen langsamen Ausstieg aus ihrem Programm der quantitativen Lockerung signalisieren wird, zögern wir im Moment, weitere festverzinsliche Papiere aufzunehmen. Wenngleich die dargelegte Duration unseres festverzinslichen Portfolios von etwa 13,1 in diesem Umfeld inkonsistent erscheinen mag, sei daran erinnert, dass sich dies in einer Gesamtduration auf Fondsebene von nur 1,57 niederschlägt.

An unserer Goldposition und unseren Währungsengagements wurden über den Monat keine Veränderungen vorgenommen. Infolge unserer gesamten Handelsaktivitäten in diesem Monat ist die Liquiditätsposition des Fonds weiter auf über 20% des NIW gestiegen, wovon wir einen Teil weiterhin in NOK halten. Hauptgrund für diesen hohen Barmittelbestand ist unser derzeitiges Unbehagen im Hinblick auf übermäßige Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren, sowie die erhöhte Vorsicht an der Aktienfront, die aus unserer Sicht nach dem starken Aufwärtstrend von den Tiefstständen der Märkte im Jahr 2016, gerechtfertigt ist. Wir suchen ständig nach Gelegenheiten, diese Barmittel anzulegen, und wägen dies gleichzeitig mit unserer treuhänderischen Verpflichtung ab, Ihr Kapital in einer Zeit, in der die Bewertungen fast aller Märkte dicht an ihren Höchstständen liegen, zu schützen. Auch hier sei daran erinnert, dass der insgesamt negative Zinssatz, der auf diese vorübergehenden Liquiditätsreserven zu zahlen ist, auf Fondsebene fast unmessbar gering ist, insbesondere im Vergleich zum Kauf von Aktien oder Schuldverschreibungen zu einem ungünstigen Zeitpunkt, wodurch Sie potenziell unendlich größere Verluste riskieren würden.

Autoren >>

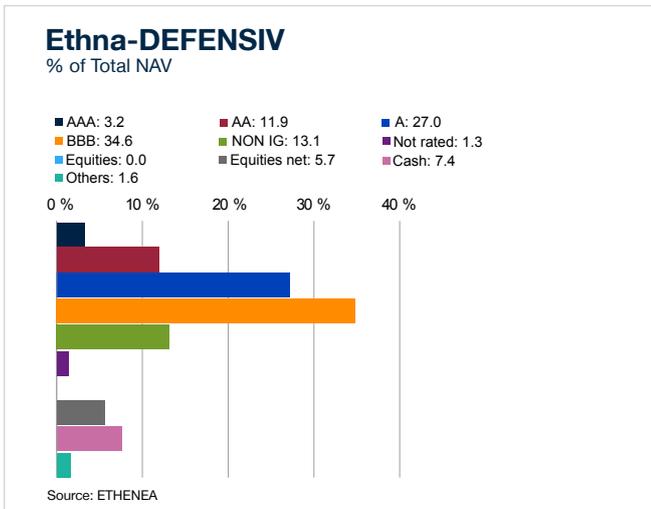
Portfoliomanagement

Guido Barthels, Thomas Herbert, Luca Pesarini, Christian Schmitt, Daniel Stefanetti, Peter Steffen, Arnoldo Valsangiacomo und Team

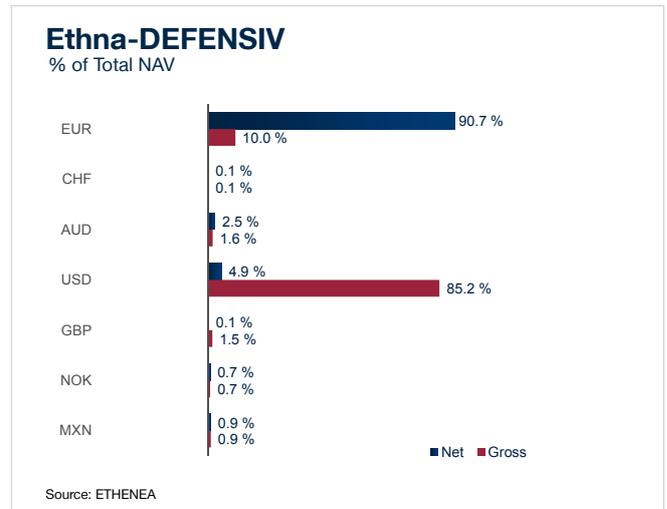


>> Möchten Sie Videos von unserem Head of Research ansehen?

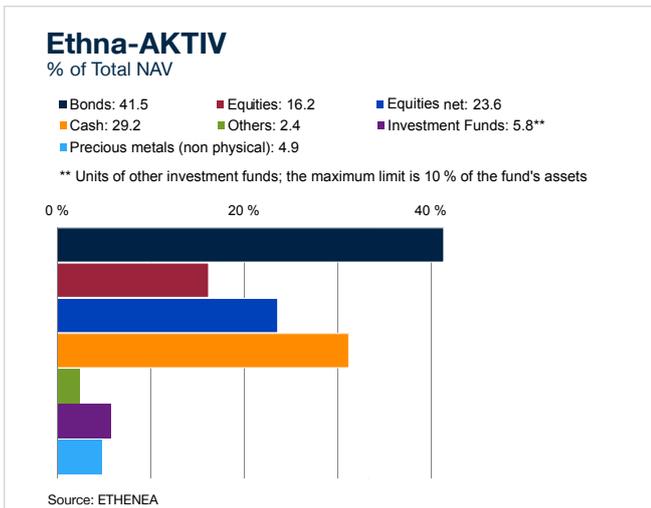
Sie finden sie im Bereich **Video** auf unserer Website.
ethenea.com/goto/videos



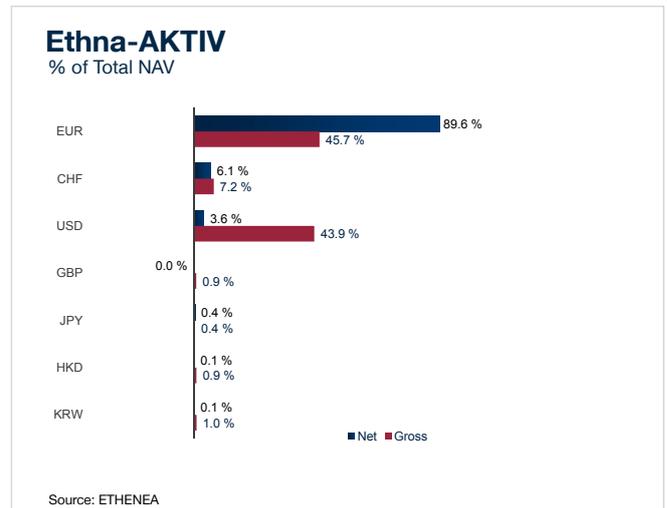
Grafik 10: Anleiheratings des Ethna-DEFENSIV



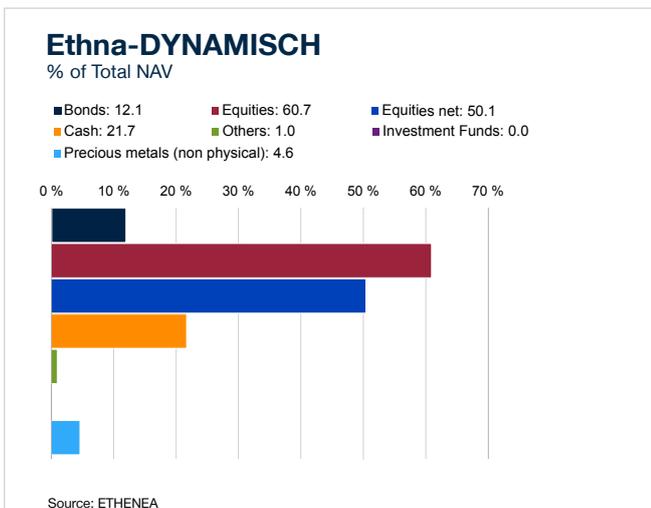
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Währung



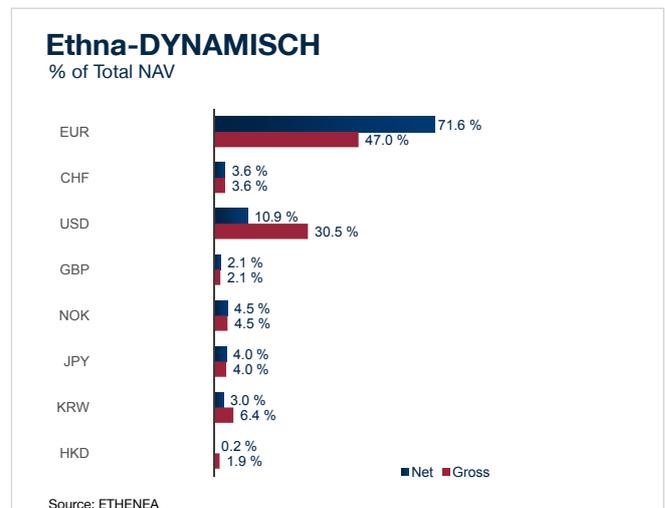
Grafik 11: Portfoliostruktur⁹ des Ethna-AKTIV



Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Währung

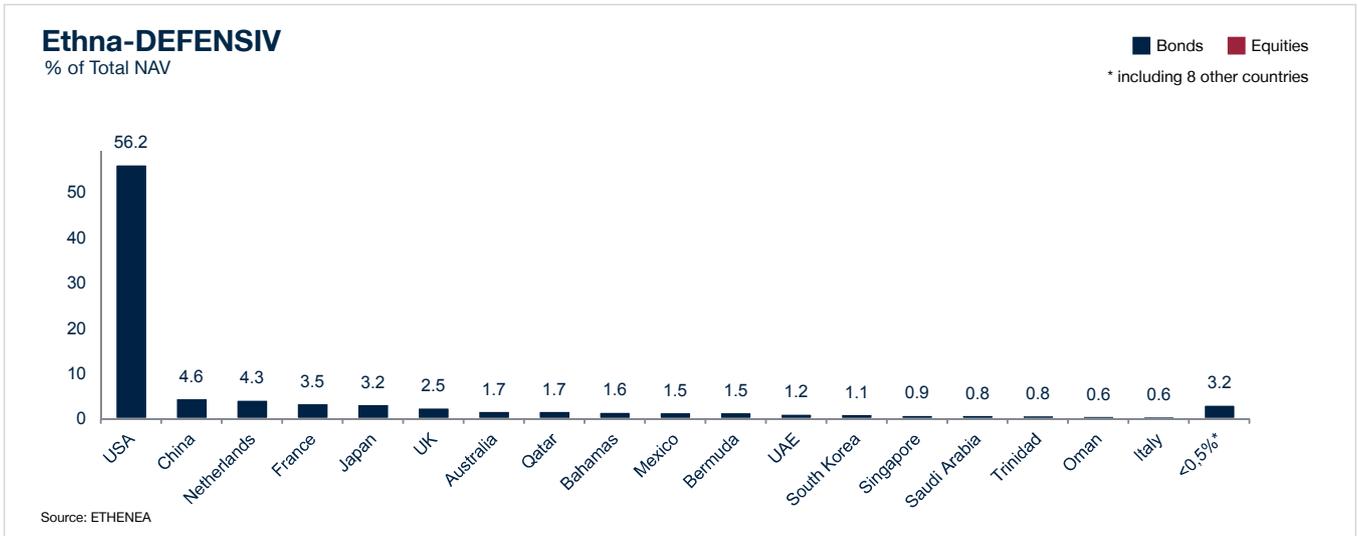


Grafik 12: Portfoliostruktur⁹ des Ethna-DYNAMISCH

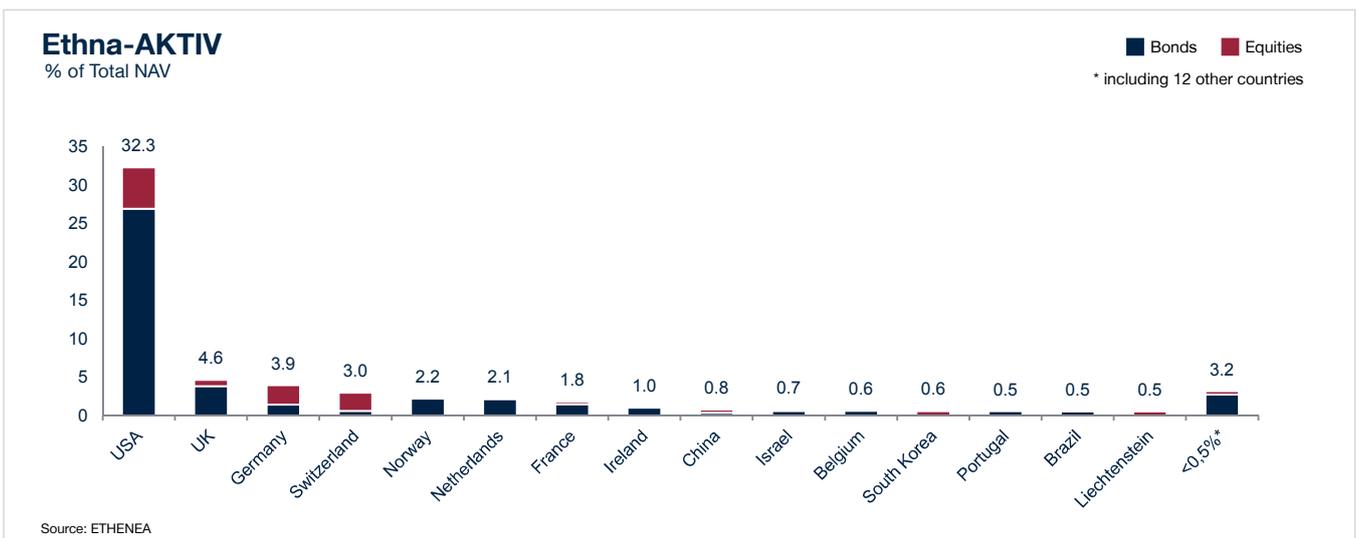


Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Währung

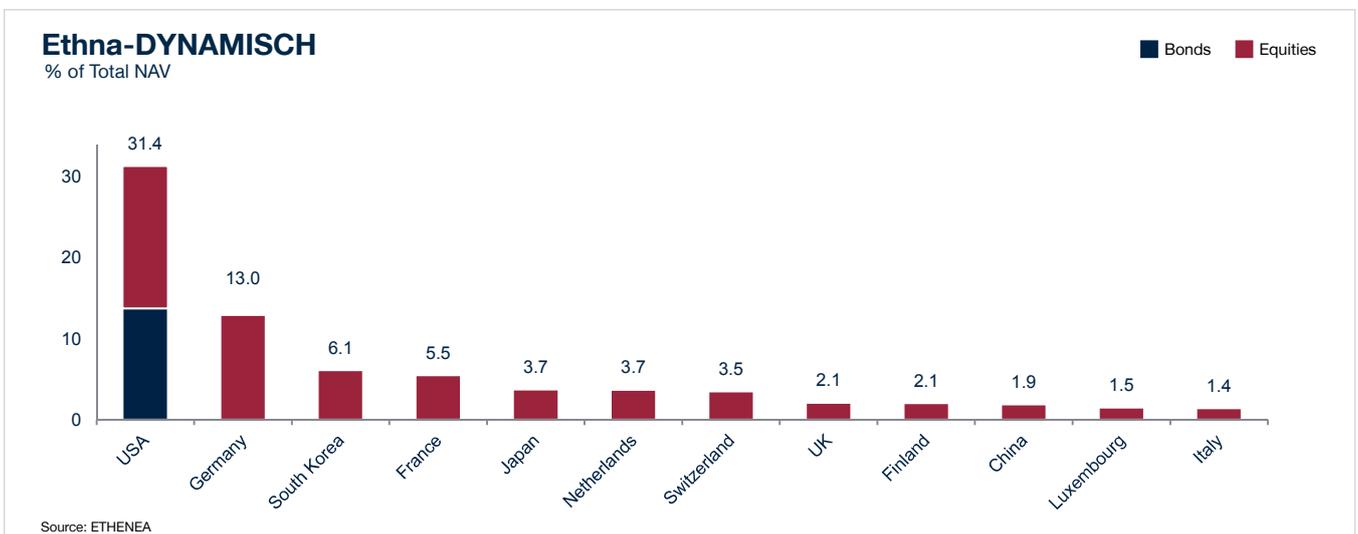
⁹ „Cash“ umfasst Termineinlagen, Tagesgeld und Kontokorrentkonten/sonstige Konten. „Equities net“ umfasst Direktinvestitionen und das aus Aktienderivaten resultierende Exposure.



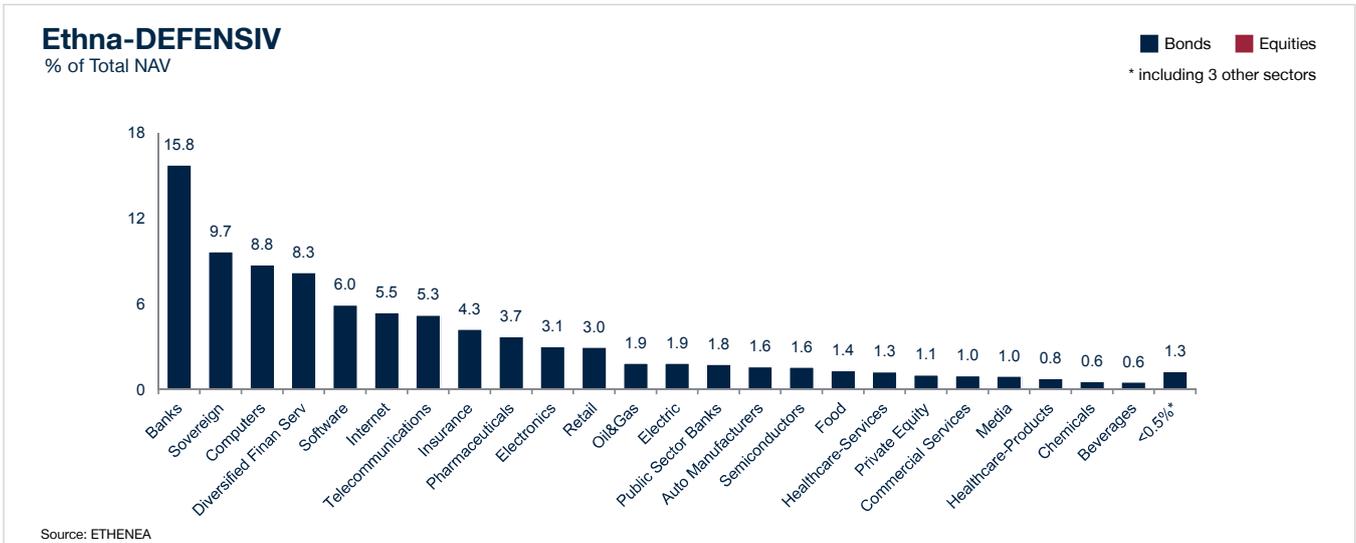
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Ursprung



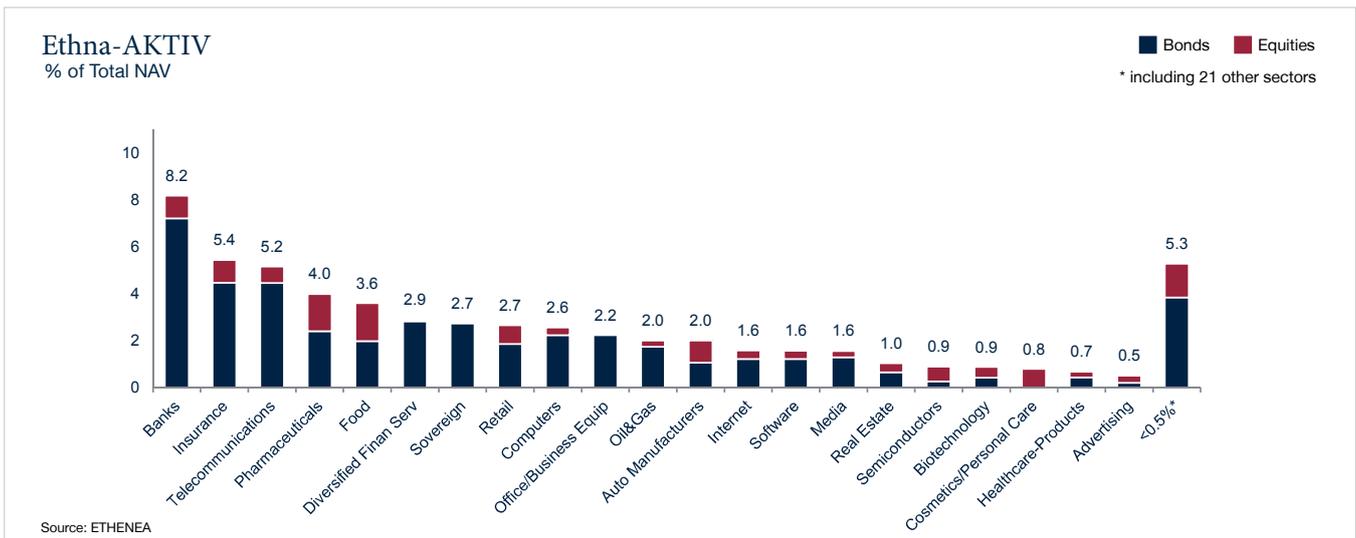
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Ursprung



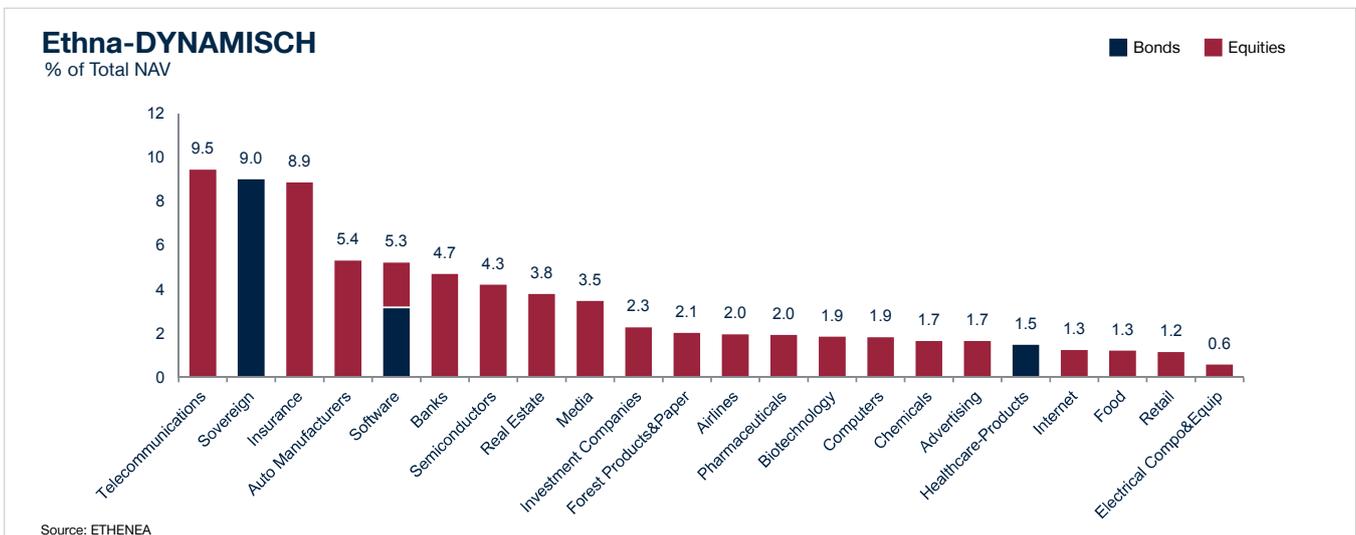
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Ursprung



Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittentensektor



Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittentensektor



Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Emittentensektor



Herausgeber >>

Das Portfoliomanagement-Team und der Head of Research



Sitzend (von links nach rechts): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnoldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Peter Steffen;
Stehend (von links nach rechts): Simon Oeser, Fabian Scheler, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker,
Yves Longchamp – Head of Research bei ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (*nicht auf dem Bild*).

Kontakt >>

Bei etwaigen Fragen oder Anregungen können Sie sich jederzeit an uns wenden.

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

>> Möchten Sie Videos von unserem Head of Research ansehen?



Sie finden sie im Bereich **Video** auf unserer Website.

ethenea.com/goto/videos

Wichtiger Hinweis >>

Die in diesem Marktkommentar beschriebenen Investmentfonds sind luxemburgische Investmentfonds (Fonds Commun de Placement), die in Übereinstimmung mit Teil I des luxemburgischen Gesetzes vom 17. Dezember 2010 über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (das „Gesetz vom 17. Dezember 2010“) auf unbestimmte Zeit gegründet wurden. 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. Anteile werden ausschließlich auf Basis der gesetzlichen Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekte und Jahresberichte) gekauft, die kostenlos auf Englisch bei der Fondsverwaltungsgesellschaft ETHENEA Independent Investors S.A., 16 rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach, sowie beim Vertreter in der Schweiz erhältlich sind: IPConcept (Schweiz) AG, In Gassen 6, Postfach, CH-8022 Zürich. Die Zahlstelle in der Schweiz ist DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich. Alle hier veröffentlichten Informationen stellen eine reine Produktbeschreibung dar. Sie stellen keine Anlageberatung, kein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über die Bereitstellung von Beratung oder von Informationen und keine Aufforderung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert, zusammengestellt und geprüft. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 31.6.2017.