



MARKTKOMMENTAR

Noch ein Joker im Zentralbankspiel

Im ersten Quartal reagierten die Märkte sowohl überraschend stark als auch überraschend schwach auf geldpolitische Maßnahmen. Nur die Inflation hat bislang keine Reaktion auf die Geldpolitik gezeigt. Doch was bedeutet es für die Märkte, insbesondere die Aktienmärkte, wenn dieser letzte Joker ins Spiel kommt?

Central bank

Inhalt >>

>> [Vorwort](#)

>> [Noch ein Joker im Zentralbankspiel](#)

>> [Makroökonomischer Ausblick](#)

>> [Positionierung der Ethna Funds](#)



Vorwort >>

von Guido Barthels, Portfolio Manager
ETHENEA Independent Investors S.A.

Der Kapitalmarkt stellt uns aktuell, wie ja eigentlich immer, vor große Herausforderungen. Im Augenblick ist das nur so besonders erwähnenswert, weil durch die Ereignisse der letzten Monate seit dem Spätsommer 2015 eine gewisse Taubheit eingetreten ist. Wie bei anderen alltäglichen Dingen war auch hier eine Reizüberflutung der Auslöser für eine Erhöhung der Wahrnehmungsschwelle. Der Autor selbst hat das kürzlich am eigenen Leib erfahren, da im Rückblick der März 2016 eher ruhig, behäbig, ja schon fast langweilig in der subjektiven Erinnerung war.

Tatsächlich sprechen die Marktdaten aber eine komplett andere Sprache. Der für unsere Fonds äußerst wichtige 10-jährige US-Zins stieg von knapp 1,70 % auf fast 2,00 %, um dann wieder temporär auf unter 1,70 % zu fallen. Aktuell liegt diese Rendite wieder in der Mitte des Korridors bei 1,75 %. Auch die Rendite der 10-jährigen Bunds legte ähnliche Kapirollen hin. Von knapp 0,10 % verdreifachte sie sich auf über 0,30 %, um dann temporär unter 0,10 % zu fallen. Auch hier steht die Rendite aktuell ziemlich in der Mitte bei 0,16 %. Die bemerkenswerteste Bewegung machte allerdings der EURUSD-Kurs durch. Von 1,08 stieg der Wert des Euro um mehr als 5 % gegenüber dem Greenback auf über 1,14, um jetzt knapp über 1,12 zu notieren.

Diese Art von Bewegung hat früher Monate und Jahre gedauert. Jetzt brauchen wir nur noch Tage und Wochen, oder sehen sie sogar teilweise innerhalb eines einzigen Tages. Die Aufgabe eines Fondsmanagers ist es aber trotz dieser extremen Bewegungen nicht den Überblick zu verlieren und sein Mandat im Auge zu behalten. Für uns ist der Kapitalerhalt das oberste Ziel und darüber hinaus die Erzielung einer angemessenen Rendite bei geringer Volatilität.

Durch die bereits erwähnte Reizüberflutung bedarf es einigen Anstrengungen, um fokussiert zu bleiben. Gerade für Rentenmanager herrschten früher, also im letzten Jahrhundert, quasi himmlische Zeiten. Als der Autor seine Tätigkeit aufnahm, kam im Mai 1997 die Bundesanleihe mit 5,5 % als 10-jähriges Papier in den Markt. Es war sozusagen seine Jungfernanleihe. Die Duration einer solchen Anleihe lag gerade mal bei etwa 6,5 Jahren, oder, um es anschaulicher auszudrücken: Veränderte sich die Rendite der Anleihe um 1 Basispunkt, änderte sich analog der Preis der Anleihe um knapp 6 Basispunkte. Die aktuelle 10-jährige Bundesanleihe hat einen Kupon von gerade noch 0,5 % und datiert bis Februar 2026. Die Duration beträgt 9,6 Jahre, was impliziert, dass sich der Preis bei einer Veränderung der Rendite von 1 Basispunkt um fast 10 Basispunkte verändert und damit um fast 50 % mehr im Vergleich zu früher. Damit sind Renten viel volatiler als früher. Doch damit noch nicht genug: Dinge wie Carry kennt der junge Rentenmanager nur noch aus Geschichtsbüchern. Es bleiben dem Rentenmanager also eigentlich nur noch aktienähnliche Ertragskomponenten, nämlich die Marktrichtung entsprechend zu erkennen und zu nutzen.

In unserem Fall bedeutet dies, dass wir weiterhin versuchen, die oben beschriebene Bandbreite bei den US-Zinsen ertragssteigernd zu nutzen. Wir verlängern also unsere Duration der Portfolios wenn wir nahe der erkannten oberen Grenze sind und verkürzen im Gegenzug die Duration am unteren Ende. Sofern der Markt in diesem Band verbleibt, können wir mit dieser Methode Ertrag generieren. Probleme tauchen bei dieser Strategie nur jeweils am unteren und am oberen Band auf, für den Fall, dass wir einen Ausbruch verzeichnen können. In diesem Fall spielen Disziplin und Erfahrung die entscheidende Rolle, um den potenziellen Verlust nach oben bzw. den Opportunitätsverlust nach unten zu begrenzen. Die Kunst besteht dann darin, ein falsches Signal von einem echten Paradigmenwandel zu unterscheiden.

Die gleiche Methodik lässt sich im Übrigen auf alle trendlosen Märkte anwenden, was wir zum Teil auch bei unseren Aktienstrategien nutzen. Im Ethna-AKTIV beispielsweise wird unsere Alpha-Strategie – also Einzeltitel gegen allgemeine Marktbewegungen abzusichern – konsequenterweise analog zu unserem Rentenmanagement ebenfalls mit Beta-Trading überlagert. Im Klartext bedeutet das: man erhöht am unteren Ende der erkannten Bandbreite das Marktbeta durch Rückkäufe der Indexfutures und reduziert es entsprechend am oberen Ende.

Eigentlich ist es ganz einfach, nach dem Motto Nummer 1, welches dem Autor von seinem ersten Vorgesetzten als Kernsatz des Erfolges am Kapitalmarkt eingetrichtert wurde: *Soll der Chef dich abends loben, kaufe unten, gebe oben!*

Gelegenheiten, Erträge am Markt zu generieren, existieren solange, wie die Märkte sich bewegen. Erst wenn die Bewegungen verschwinden, wird es damit schwer. Und dies nur als Randnotiz für all jene, die den Autor in regelmäßigen Abständen folgendermaßen ansprechen: *Herr Barthels, jetzt kann man ja mit Renten wirklich kein Geld mehr verdienen. Was machen Sie denn jetzt?* Die Antwort befindet sich oben im Text.

So wie der Autor einen Teil seines Studiums mit Kellnern und Poker finanziert hat – und damit durchaus eine ehrliche Arbeit gelernt hat – haben auch die Zentralbanker weltweit durchaus einst ein solides Handwerk ausgeübt. Die Effektivität und vor allem die Sensitivität der Märkte auf geldpolitische Maßnahmen kann man zwar in der Stärke der Wirksamkeit diskutieren, nicht aber die Richtung des Effektes. Es heißt: Höhere Zinsen = niedrigere Inflation und umgekehrt. Seit ZIRP (*Zero Interest Rate Policy*, Nullzinspolitik) und NIRP (*Negative Interest Rate Policy*, Negativzinspolitik) hat sich das alles aber scheinbar in Luft aufgelöst.

Im Folgenden wird sich unser makroökonomisches Research-Team mit der Frage auseinandersetzen, was passiert, wenn die Inflation kommt. Viel Spaß bei der Lektüre.



Noch ein Joker im Zentralbank- spiel

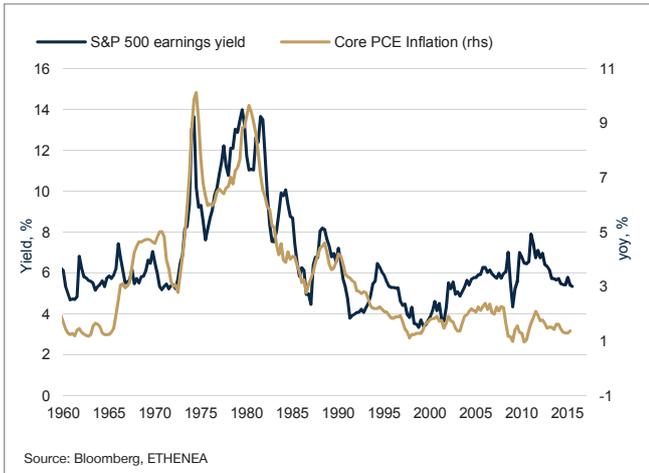
Im ersten Quartal reagierten die Märkte sowohl überraschend stark als auch überraschend schwach auf geldpolitische Maßnahmen. Nur die Inflation hat bislang keine Reaktion auf die Geldpolitik gezeigt. Doch was bedeutet es für die Märkte, insbesondere die Aktienmärkte, wenn dieser letzte Joker ins Spiel kommt?

Gelinde gesagt war es für die Finanzmärkte kein besonders guter Start ins Jahr. Während wir nun aber das Ende des ersten Quartals erreicht haben, hat sich die Lage seit den Tiefständen von Januar in vielerlei Hinsicht wieder verbessert, was vermutlich zumindest teilweise auf die Geldpolitik der Zentralbanken zurückzuführen ist. Diese reagierten auf die Turbulenzen an den Märkten größtenteils wie erwartet und haben ihre Karten in Form zusätzlicher Anleihekäufe, zusätzlicher Zinssenkungen auf noch niedrigere Niveaus oder, wie im Falle der Fed, aufgeschobener Zinserhöhungen, ausgespielt. Dies alles taten sie mit dem Ziel, die Märkte zu beruhigen und die Wirtschaft anzukurbeln. Während die Zentralbanken also ihre vermeintlichen Trümpfe ausspielen, evaluieren die Märkte und die Wirtschaft anhand ihres Blattes ihren nächsten Zug. Obwohl die Märkte sich nach der weiteren Lockerung der weltweiten monetären Bedingungen beruhigten, kam es zu keinem scharfen Turnaround. Beim Kartenspiel verhält es sich ja so: Je mehr Karten ausgespielt wurden, desto einfacher ist es auszumachen, welche Karten die anderen Spieler noch in der Hand halten, und dementsprechend seine eigene Strategie anzupassen. Da die Zentralbanken weltweit seit Beginn der globalen Finanzkrise die Zinsen über 600 Mal gesenkt und Vermögenswerte im Wert von über USD 12 Billionen gekauft haben, fallen die Reaktionen der Märkte und der Wirtschaft mittlerweile verhaltener aus als noch in den ersten Runden. Und trotzdem scheinen die Zentralbanken das Spiel immer noch anzuführen, wenn man sich vor Augen führt, dass Staatsanleihen im Wert von über 8 Billionen aktuell zu Zinsen unter 0 % gehandelt werden. Im makroökonomischen Ausblick

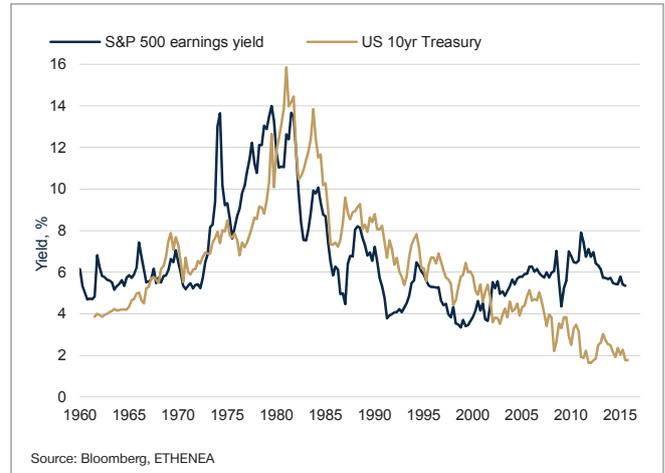
dieses Marktkommentars werden wir dieses Thema noch näher beleuchten und darauf eingehen, dass die Geldpolitik noch komplexer geworden ist. Die Karten sind zwar bereits verteilt, doch einige Spieler, die zu Beginn nur als Randfiguren eingeschätzt wurden, haben nun einflussreiche Karten, weshalb die Hauptspieler ihre Strategie anpassen müssen.

Die Zentralbanken haben bewiesen, dass sie in der Lage sind, neue Karten zu drucken und das Spiel um mehr Runden zu verlängern, als es die Märkte und die Wirtschaft erwartet hatten. Sie haben sich aber ebenfalls als ausdauernd und geduldig erwiesen und ihre Karten bedacht ausgespielt. Trotz der beispiellosen Stimuli sind wir so heute noch immer weit von einer boomenden Weltwirtschaft entfernt. In diesem Spiel von Liquidität und Stimulus ist jedoch zumindest noch ein Joker übrig, der bisher noch nicht ausgespielt wurde: die Inflation. Es war bereits mehrfach zu vernehmen, dass die Zentralbanker erstaunt sind über den ausbleibenden Anstieg der Kerninflation. Diese mangelnde Antizipationsfähigkeit könnte allerdings in beide Richtungen laufen. So betonte Fed-Vorsitzende Janet Yellen in ihrer jüngsten Rede vor dem Economic Club of New York: „*Das Verständnis der Inflation durch die Volkswirte ist weit davon entfernt, perfekt zu sein... Es würde nicht sehr überraschen, wenn die Inflation schneller als erwartet ansteigen sollte*“¹. Während also alle darauf warten, dass dieser Joker nun endlich ausgespielt wird, nutzen wir diesen Marktkommentar, um unsere Karten zu sortieren und darüber nachzudenken, was dies für den Anleger bedeuten würde.

¹ Freie Übersetzung von: "Economists' understanding of inflation is far from perfect ... it would not be all that surprising if inflation was to rise more quickly than expected";
 Quelle: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160329a.htm>



Grafik 1: Gewinnrendite des S&P 500 gegenüber der Inflation

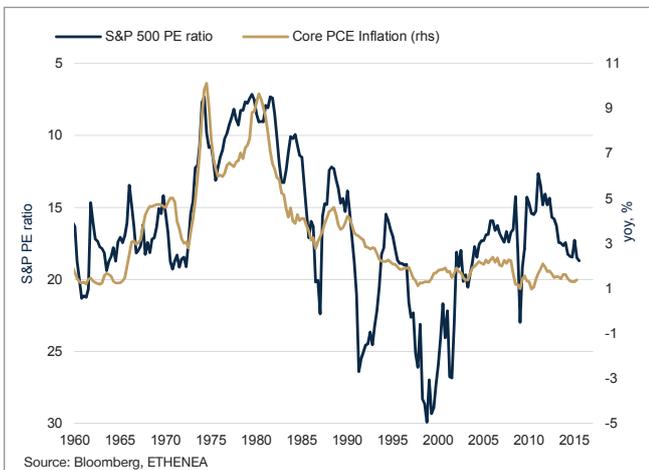


Grafik 2: Das Fed-Modell

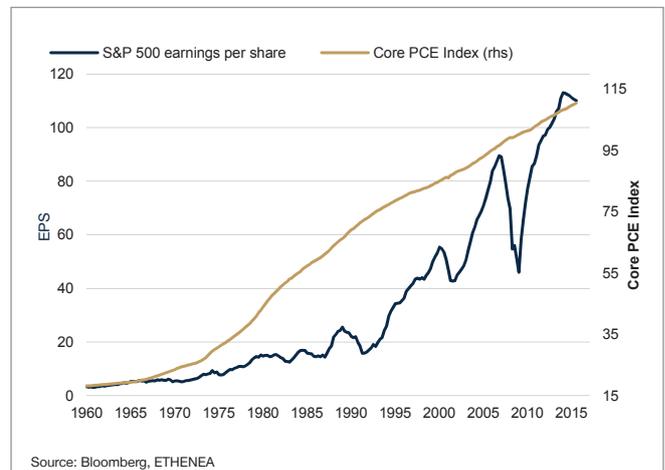
Während die Auswirkungen einer steigenden Inflation auf die Zinskurve und Anleihen gut bekannt sind, gilt dies nicht für Aktien. Wie Grafik 1 zeigt, ist die Kerninflation in den USA gut mit der Gewinnrendite des S&P 500 korreliert. Betrachten wir diese als eine für den Preis einer Anlage verlangte Rendite, so ist die positive Korrelation zwischen beiden Parametern naheliegend, da eine höhere Inflation einen Anstieg der verlangten nominalen Markrendite zur Folge hat. Auch das sogenannte Fed-Modell zur Bewertung des Aktienmarkts basiert auf dieser Idee einer positiven Korrelation geforderter Renditen.² Gemäß diesem Modell, das von dem Strategen Ed Yardeni in den 1990er-Jahren entworfen wurde, sollte die Gewinnrendite des S&P 500 der Rendite 10-jähriger US-Treasuries entsprechen (Grafik 2). Dies erweitert die Idee, dass eine Aktienrendite nicht nur für aktuelle Inflation kompensieren sollte, sondern auch für die erwartete langfristige Inflation. Eine solche Betrachtungsweise liefert eine fundamentale Erklärung für die beobachtete Korrelation. Sie gibt allerdings keinen Hinweis

darauf, wie man das eigene Aktienportfolio im Falle eines tatsächlichen Inflationsanstiegs anpassen sollte.

Aus diesem Grund drehen wir die Gleichung um und konzentrieren uns auf die Kennzahl, welche wir als Investoren tatsächlich beeinflussen können: den Kurs. Die Gewinne, hier verstanden als Rendite auf einen Aktienkurs, sind ein berichtetes Resultat aus unternehmerischer Tätigkeit, welches Anleger nur beobachten können. Der Kurs hingegen ergibt sich aus Bewertungen der Investoren, welche häufig als ein Vielfaches der erwarteten Gewinne ausgedrückt werden. Wir ziehen es daher vor, die inverse Gewinnrendite zu betrachten, also das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), und wie es sich gegenüber der Inflation verhält. Betrachtet man nun diesen Kehrwert, so wird die Korrelation negativ (Grafik 3), wobei eine höhere Inflation mit einem niedrigeren KGV einhergeht. Diese Beziehung geht darauf zurück, wie die Inflation Bewertungsmodelle beeinflusst, die auf erwarteten Gewinnen basieren. Die Inflation wirkt in diesen Modellen als Teil des

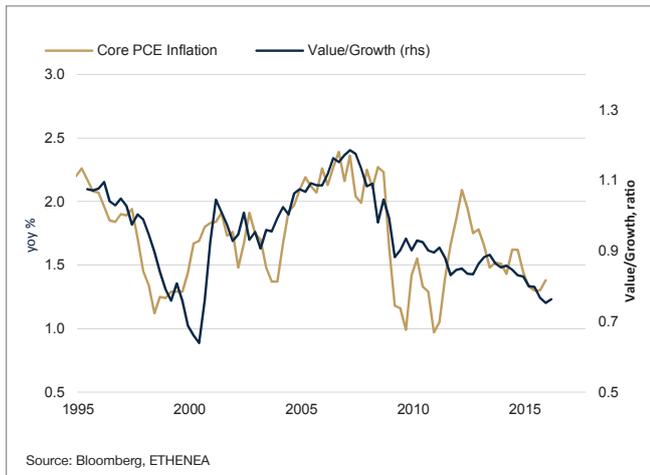


Grafik 3: KGVs und Inflation



Grafik 4: Inflation und Gewinnwachstum

² Das Modell ist nach dem Strategen der Prudential Securities Ed Yardeni benannt und wurde nicht von der Fed validiert.



Grafik 5: Outperformance von Value-Aktien bei höherer Inflation*

Abzinsungsfaktors für zukünftige Gewinne. Ein Anstieg des Abzinsungsfaktors verringert den abgeleiteten Wert einer Aktie bei gegebenen Gewinnen und senkt dadurch das KGV. Darüber hinaus erschwert die Inflation eine Bewertung des beobachteten oder prognostizierten Gewinnwachstums. Wenn die Inflation niedrig ist, kann das beobachtete Wachstum als reales Wachstum gewertet werden, das nicht bloß auf Inflation zurückzuführen ist. Ein solches Wachstum wird daher höher bewertet als ein Wachstum in einem von hoher Inflation gekennzeichneten Umfeld. Dagegen könnte man natürlich anführen, dass ein Inflationsanstieg nicht nur den Abzinsungsfaktor der Gewinne steigert, sondern auch die Gewinne und ihr Wachstum selbst erhöht, wodurch der schlussendliche Effekt auf die Bewertung und das KGV nicht

eindeutig ist. Wie Grafik 4 zeigt, blieb die Entwicklung der Gewinne jedoch oft hinter dem erhöhten Preisniveau zurück. Wenn wir also annehmen, dass die Inflation die Aktienbewertung durch die Bewertung der zukünftigen Gewinnentwicklung negativ beeinflusst, wäre die sicherste Aktienanlage bei einem erwarteten Anstieg der Inflation ein Unternehmen ohne oder sogar mit einem negativen erwarteten Gewinnwachstum. Allgemeiner formuliert impliziert die obige Analyse, dass die Bewertung von Wachstumsaktien, die hauptsächlich auf der zukünftigen Gewinnentwicklung basiert, stärker unter einem Inflationsanstieg leidet als die Bewertung von Value-Aktien. In einem Umfeld von hoher Inflation würden Letztere also besser abschneiden als Wachstumstitel. Grafik 5 veranschaulicht diese implizierte Relation und liefert historische Unterstützung. Sie zeigt aber auch, dass die relative Performance eher einem Inflationstrend als kurzfristigen Schwankungen folgt.

Abschließend müssen wir an dieser Stelle die Anleger warnen, die sich nun verleitet fühlen, ihr Portfolio umzuschichten: Die Inflation nimmt im gegenwärtigen Zyklus noch immer die Rolle des Jokers ein. Wie Grafik 5 zeigt, warten die Märkte, die Wirtschaft und die Zentralbanken noch immer auf das Comeback echter Inflation. Viele der aktuellen Schwankungen ergeben sich mathematisch aus dem Konzept eines Vorjahresvergleichs und sind keine sicheren Signale für den Beginn eines neuen Reflationszyklus. Es besteht noch immer eine hohe Unsicherheit darüber, wann und ob die Inflation wieder ansteigen wird. Wenn dieser Moment kommt, möchten Sie sich diesen Marktkommentar vielleicht noch einmal anschauen.

Autoren >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Makroökonomischer Ausblick >>

Zinserhöhung: ja oder nein?

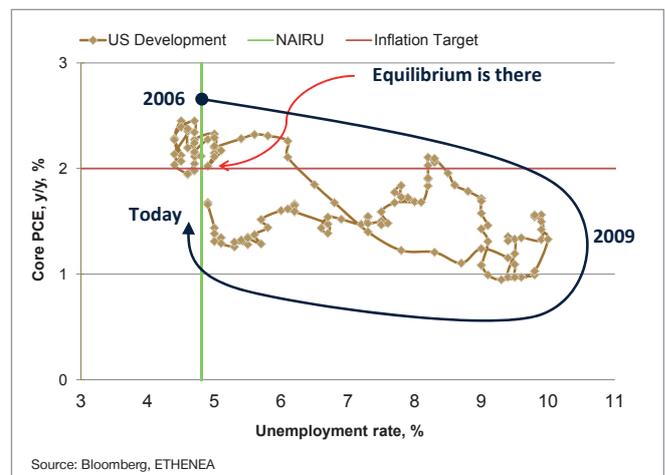
Nein, nicht im März. Wenig überraschend hob die Fed in ihrer letzten Sitzung die Zinsen nicht an. Dies steht im Einklang mit ihrer Forward Guidance, dass der Zinserhöhungspfad langsam voranschreiten wird. Ende März überraschte Janet Yellen mit ihrer Rede vor dem Economic Club of New York jedoch die Marktteilnehmer durch ihre extreme Zurückhaltung.

Wie wir schon des Öfteren berichtet haben verfolgt die Fed ein duales Mandat, welches auf Vollbeschäftigung und Preisstabilität hinzielt. Die Vollbeschäftigung wird für gewöhnlich als Arbeitslosenquote von rund 5 % verstanden. Die Preisstabilität ihrerseits kommt einer Inflation von 2 % gleich. Grafik 6 zeigt, dass sich die US-Wirtschaft in einem guten Zustand befindet, und entsprechend dieser beiden Kennzahlen praktisch im Gleichgewicht ist. Die NAIRU (Akronym für *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*, inflationsstabile Arbeitslosenquote), die in der Grafik als grüne vertikale Linie dargestellt ist, beschreibt die natürliche Arbeitslosenquote. Der Schnittpunkt zwischen der NAIRU und dem Inflationsziel (horizontale rote Linie) gibt das Gleichgewicht grafisch wieder. Bei einer weiteren Verbesserung der Wirtschaftslage (die durch die Fed erwartet wird) erreicht die US-Wirtschaft die obere linke Ecke der Grafik, also einen Quadranten, in dem die Wirtschaft ihr Gleichgewicht überschießt.

Vorsicht vor dem Panda

Dies ist die Geschichte einer Wanderin namens Janet. Nach einer langen und ermüdenden 7-jährigen Reise durch das amerikanische Flachland erreicht Janet endlich die Rocky Mountains, von deren Anstieg sie schon länger träumt. Ihre doppelläufige Flinte ist natürlich auch geladen, da in den Rockies auch Bären leben und bei einem Anstieg in die Höhe Achtsamkeit gewahrt bleiben muss.

Nach einem gut vorbereiteten ersten Anstieg erreicht sie das erste Plateau. Plötzlich jedoch fühlt sie sich unsicher, als sie bemerkt, dass sie durch ihre Geräusche zwei Bären auf ihren Pfad gelockt hat. Indem sie Ruhe bewahrt und eine Pause einlegt, ziehen sich der Deflations- und Rezessionsbär aber wieder zurück. Sie kann sie zwar in der Ferne noch immer deutlich erkennen, doch sie bewegen sich schneller als sie und



Grafik 6: Die Wirtschaftslage der USA

Ohne Zweifel ist somit für die Fed der richtige Zeitpunkt gekommen, ihre geldpolitischen Zügel allmählich anzuziehen und die Zinsen anzuheben... Wäre da nicht das dreifache Mandat der Fed. Denn die Fed verfolgt scheinbar kein duales, sondern ein dreifaches Mandat, wobei ihr drittes Ziel im Erreichen einer Stabilität der globalen Finanzmärkte und der Weltwirtschaft besteht, das gegenwärtig allerdings durch die Wachstumsverlangsamung Chinas und die hohe Verschuldung des Landes gefährdet ist.

sollten daher früher oder später im Wald verschwinden. Ein langsames Fortschreiten scheint daher nun angebracht, um nicht erneut auf die Bären zu treffen.

Gerade als die Situation geklärt scheint und Janet den Anstieg fortsetzen möchte, taucht auf einmal ein dritter Bär aus dem Wald hinter ihr auf. Dies ist jedoch ein anderer Bär als die vorigen Schwarzbären. Es ist ein Pandabär, ein ausländisches Tier, mit dessen Umgang sie nicht vertraut ist und dessen Verhalten sich von Schwarzbären unterscheiden könnte. Sie ist überrascht, in den Rockies einen Panda zu sehen. In einer globalisierten Welt ist es jedoch zunehmend üblich, dass Bären außerhalb ihrer angestammten Gebietsgrenzen anzutreffen sind, so wie es auch beim berühmten chinesischen Panda der Fall ist.

Janet plagt nun die Frage: Was soll sie tun? Zwei Patronen und drei Bären bringen sie in eine unangenehme und gefährliche Lage. Dennoch ist sie bereit, den Anstieg fortzusetzen, da ihre Hauptsorge nicht dem Panda gilt. Sein Erscheinen verkompliziert allerdings die Lage, da er sie von ihrem beabsichtigten Pfad abhält. Wenn sie den ersten Schuss abgibt, also die Zinsen in den kommenden Monaten nicht anhebt, könnte sie den Pandabären für eine Weile auf Distanz halten. Dies würde aber auch bedeuten, dass sie die Lage nicht im Griff hat, und es bestünde das Risiko, dass sie dadurch die beiden Schwarzbären aufscheucht. Und wer weiß schon, ob ein verschreckter Bär davonrennt oder sich umdreht, um den Jäger anzugreifen? Falls sie später gezwungen sein sollte, ihre zweite und letzte Patrone abzufeuern, also die Zinsen wieder auf 0 % zu senken, verbliebe ihr keine Munition mehr. Unabhängig von der Erfahrung ist es nämlich sehr selten, dass ein Jäger zwei Bären mit einem einzelnen Schuss töten kann.

Glücklicherweise weiß Janet, dass, sollte sie jemals in ernsthaften Schwierigkeiten stecken, sie jederzeit ihren früheren Kollegen und erfolgreichen Bärenjäger Ben rufen könnte. Es würde allerdings etwas dauern, bis er sie in seinem schwer bewaffneten Helikopter retten würde.

Aus dieser Geschichte lassen sich drei Lehren ziehen. Wenn Sie allein und von Bären umzingelt sind:

1. Bleiben Sie ruhig und rühren Sie sich nicht vom Fleck.
2. Schießen Sie nur, wenn Sie in Gefahr sind.
3. Gehen Sie schrittweise vor, sobald der Pfad sicher ist.

Wir erwarten, dass die Fed in diesem Jahr die Zinsen zweimal anheben wird. Diese Prognose hängt jedoch davon ab, wie aggressiv sich der Panda verhalten wird.



Autor >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

Positionierung der Ethna Funds >>



Ethna-DEFENSIV

Angesichts der anhaltenden sehr lockeren Geldpolitik, der Andeutung eines weiteren Aufschubs für den nächsten Zinsschritt durch die Fed und der neuen quantitativen Lockerungsrunde der EZB sind die Zinsen erneut gesunken. Am stärksten profitierte hiervon der Markt für Non-Investment-Grade-Anleihen, wo die nachlassenden Finanzmarktunruhen zu einem erneuten Rückgang der Credit Spreads führten. Wir bleiben jedoch weiterhin umsichtig und vorsichtig und beobachten diese Entwicklungen. Absolut gesehen sind die Spreads immer noch relativ hoch während die konjunkturelle Lage sich nicht deutlich verbessert hat. Wir haben daher unsere Umschichtung auf Qualitätswerte fortgesetzt und unser Exposure in Senior Bonds erhöht und gleichzeitig Nachranganleihen verkauft.

Im Laufe des Monats erhöhten wir die durchschnittliche Modified Duration des Fonds leicht um 0,62 auf 4,25, da sich die Anzeichen häufen, dass die Zinsen für längere Zeit niedrig bleiben werden. Wir sahen jedoch davon ab, die Modified Duration angesichts der hohen Unsicherheit und dem Beginnen inflationärer Basiseffekte weiter zu erhöhen. Wir haben unser Exposure in USD-denominierten Anleihen aufgrund von niedrigen Renditen in Europa und gemäßigeren Aussichten der Fed ausgeweitet. Bei Unternehmensanleihen haben wir unsere Investitionen in Anleihen mit BBB-Rating um 3,6% und in solche mit A-Rating um 1,2% erhöht. In dieser Kategorie sehen wir ein vergleichsweise gutes Risiko-Rendite-Verhältnis. Dabei konzentrierten wir uns auf qualitativ hochwertige Titel und haben das Risiko einer potenziellen Rating-Herabstufung vorsichtig eingeschätzt. Wir haben unser EUR-Nettoexposure vor dem Hintergrund einer starken Dynamik um 4,9% auf 94% reduziert, da wir davon ausgehen, dass der EURUSD-Kurs in seiner Handelsspanne verharren wird. Dies impliziert, dass eine weitere USD-Abwertung ausgehend vom gegenwärtigen Niveau unwahrscheinlich ist. Daher managen wir unser Fremdwährungsexposure opportunistisch und nehmen Gewinne mit sofern angebracht.

Ethna-AKTIV

Während sich die Märkte im März stabilisierten, behielten wir unseren umsichtigen und vorsichtigen Investmentansatz

bei. Während die makroökonomischen Indikatoren ein gemischtes Bild aufzeigen, bleiben weiterhin Risiken trotz der fortgesetzten Unterstützung der Zentralbanken bestehen. Die zurückhaltenden Aussagen der Fed und die Änderung des berühmten Dotplot von bis zu vier Zinserhöhungen in 2016 auf nunmehr nur noch zwei (und somit analog zu unserer Prognose) basieren auf diesen unsicheren Aussichten: d.h. primär die Konjunktorentwicklung in China und der Ölpreis.

Entsprechend setzten wir auf Anleienseite unseren *qualitätsorientierten* Ansatz fort und haben unser Exposure an Non-Investment-Grade-Anleihen weiter verringert und gleichzeitig unsere Allokation in Anleihen mit Investment-Grade-Rating angehoben. Wir bevorzugen dabei Anleihen mit einem Rating von mindestens A-, insbesondere da das Herabstufungsrisiko im Segment BBB- unseres Erachtens nach aktuell nicht angemessen eingepreist ist. Darüber hinaus bleiben wir hauptsächlich in USD-denominierten Unternehmensanleihen investiert, da diese neben der höheren Liquidität noch nach einer Währungsabsicherung einen attraktiven Zinsvorteil zu EUR-denominierten Anleihen aufweisen.

Während unsere Nettoaktienquote im Monatsvergleich leicht gestiegen ist, bleibt unsere Strategie insgesamt unverändert. Das bedeutet, dass wir unser Engagement im Aktienmarkt weiterhin absichern und selektiv in attraktive Einzeltitel investieren. Der Anstieg der Nettoaktienquote ergibt sich aus einer Anpassung unserer Absicherungsstrategie. Im Zuge der niedrigeren Volatilität nutzten wir die Chance, einige unserer Futures zu schließen, und eröffneten stattdessen Positionen in Optionen. Diese Änderung ermöglicht uns, an einer Aufwärtsbewegung des Marktes teilzuhaben, während unser Abwärtsrisiko weiterhin abgesichert bleibt.

Unsere Währungsallokation bleibt unverändert bestehen. Wir behalten eine kleine USD-Position, obwohl die Währung langfristig ein begrenztes Aufwärtspotenzial aufweist und noch immer fundamental überbewertet ist. Kurzfristig sollte die Währung jedoch von der steigenden Divergenz der Geldpolitik in den USA und der Eurozone profitieren. Mit einem sich nähernden Brexit-Referendum und Griechenland, das im späteren Jahresverlauf wahrscheinlich wieder in den Blickpunkt der Märkte rücken wird, wird diese Position auch dazu genutzt, die Volatilität unseres Gesamtportfolios niedrig zu halten.

Ethna-DYNAMISCH

Endlich kehrte im März etwas Ruhe an den Aktienmärkten ein, was uns eine Verschnaufpause von der extremen Volatilität und dem unaufhörlichen Verkaufsdruck seit Jahresbeginn verschaffte. Die Lage gab jedoch ein gemischtes Bild ab. In den Schwellenländern und den USA kam es zu einer starken Rally, was teilweise auf den schwächeren US-Dollar zurückzuführen ist. Europa wiederum blieb trotz eines weiteren Schusses aus Herrn Draghis Geld-Bazooka zurück. Da sich die Märkte beruhigten, konnten wir am Aktienmarkt wieder unsere bevorzugte Absicherungsstrategie mit Verkaufsoptionen umsetzen. Unser Bruttoexposure belief sich zum Ultimo auf rund 65 %, während sich das Nettoexposure nach Berücksichtigung der deltagewichteten Absicherung mit Verkaufsoptionen auf ca. 50 % belief. Regional gesehen verteilt sich unsere Allokation auf die USA (37,5 %), Europa (20 %) und Asien (7,5 %).

Auf Anleienseite haben wir damit begonnen, wieder in 30-jährige US-Treasuries zu investieren, nachdem die Fed die Zinsen unverändert beibehalten und einen entschieden zurückhaltenden Tonfall gewählt hatte. Wir erwarben ebenfalls einige Non-Investment-Grade-Anleihen, die unseres Erachtens ein solides Risiko-Rendite-Verhältnis aufweisen.

Infolge davon betrug das Anleihenportfolio etwa 11 % zum Ultimo. 5 % des NAV sind dabei in hochverzinsliche Anleihen investiert. Die gegenwärtige Rendite des Portfolios beträgt somit rund 5,2 % und die Endfälligkeitsrendite ca. 7,1 % bei einer Duration von 11,4.

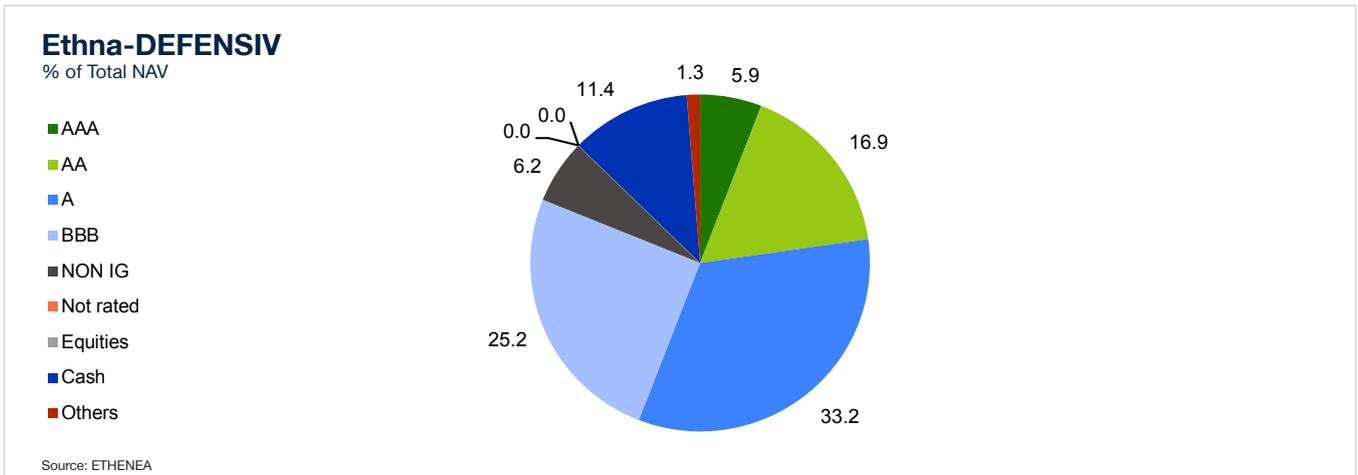
Die Cashquote des Fonds sank auf etwa 20 % zum Ultimo. Wir entschieden uns, unser Fremdwährungsexposure vor den verschiedenen Zentralbanksitzungen zu Monatsbeginn größtenteils abzusichern, und behalten diese Haltung gegenwärtig bei. Das Gesamtfremdwährungsexposure des Fonds beträgt nun klar unter 10 %, verteilt sich auf die Währungen, in die wir investieren (USD, CHF, GBP, JPY, KRW) und wurde auf eine operative Position gesenkt.



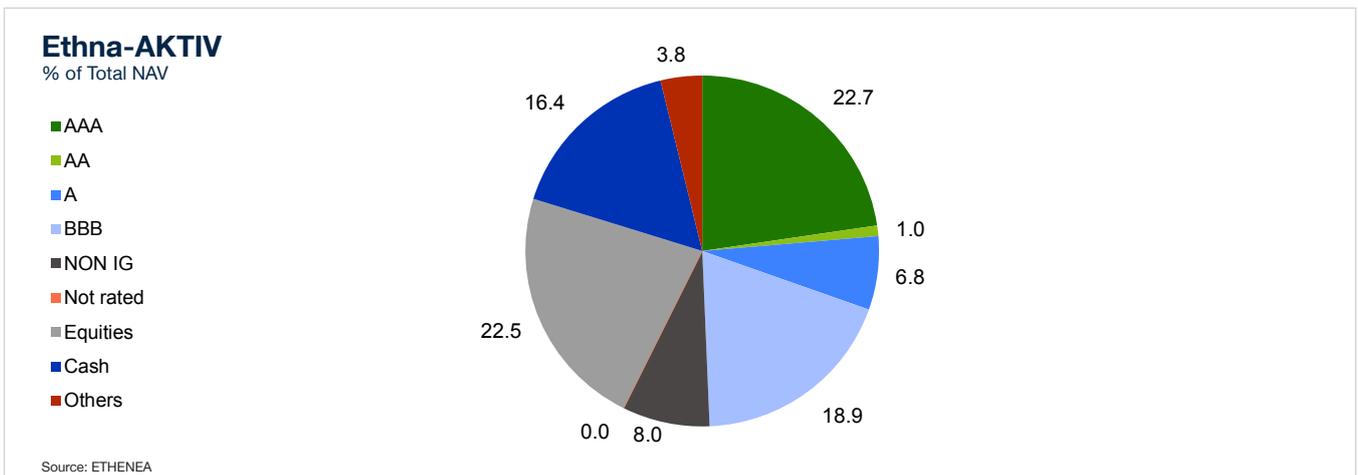
Autoren >>

Portfolio Management

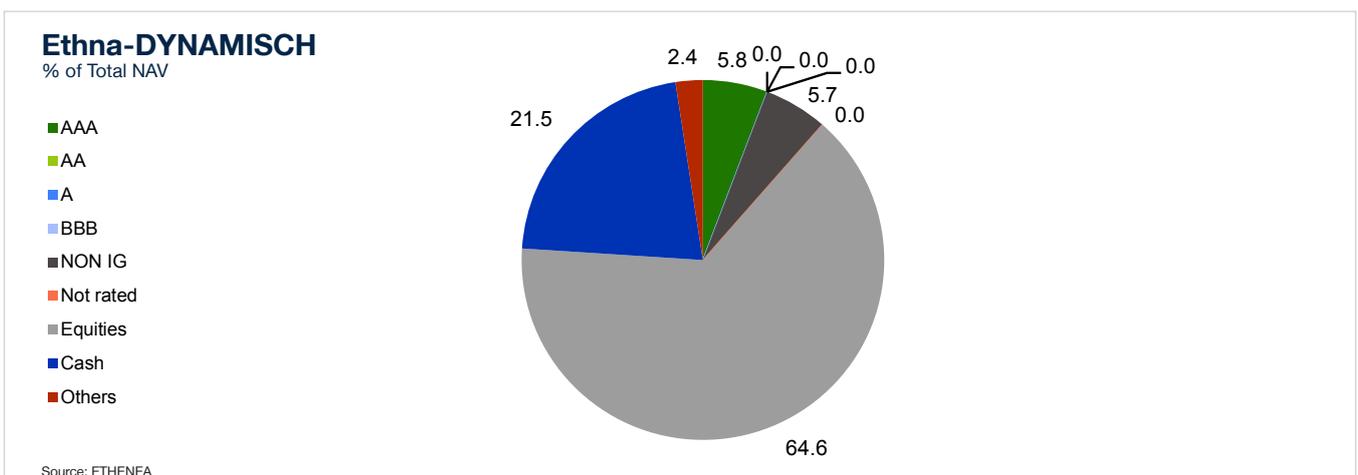
Guido Barthels, Luca Pesarini, Christian Schmitt,
Niels Slikker, Daniel Stefanetti, Peter Steffen,
Arnoldo Valsangiacomo und Team



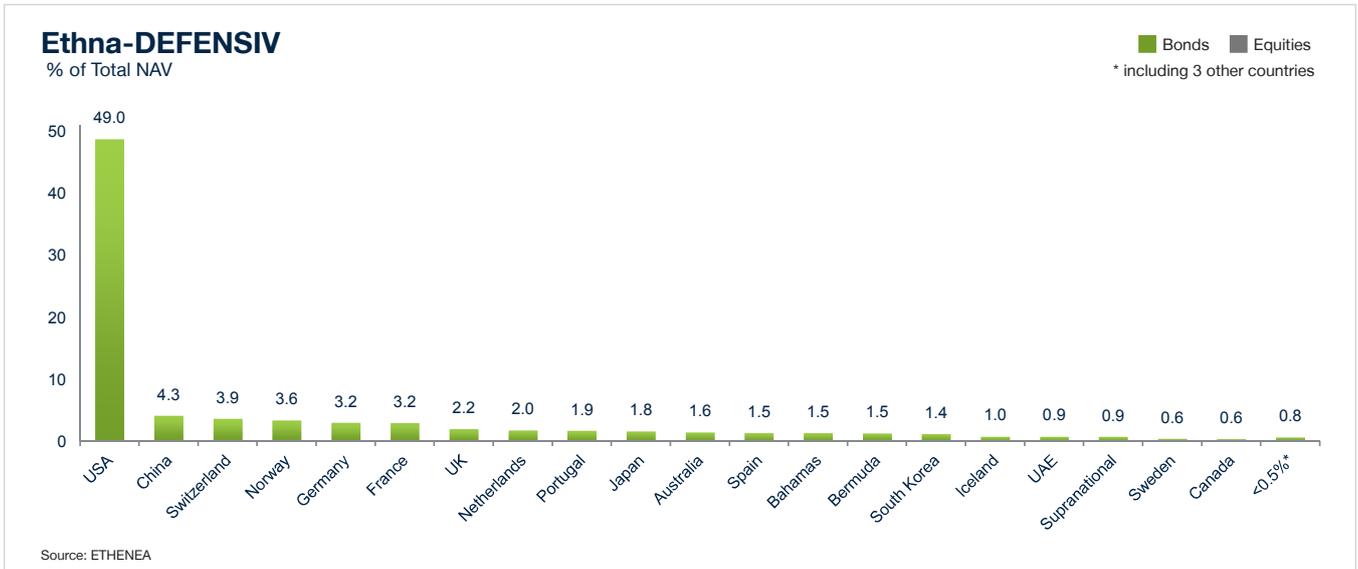
Grafik 7: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Rating*



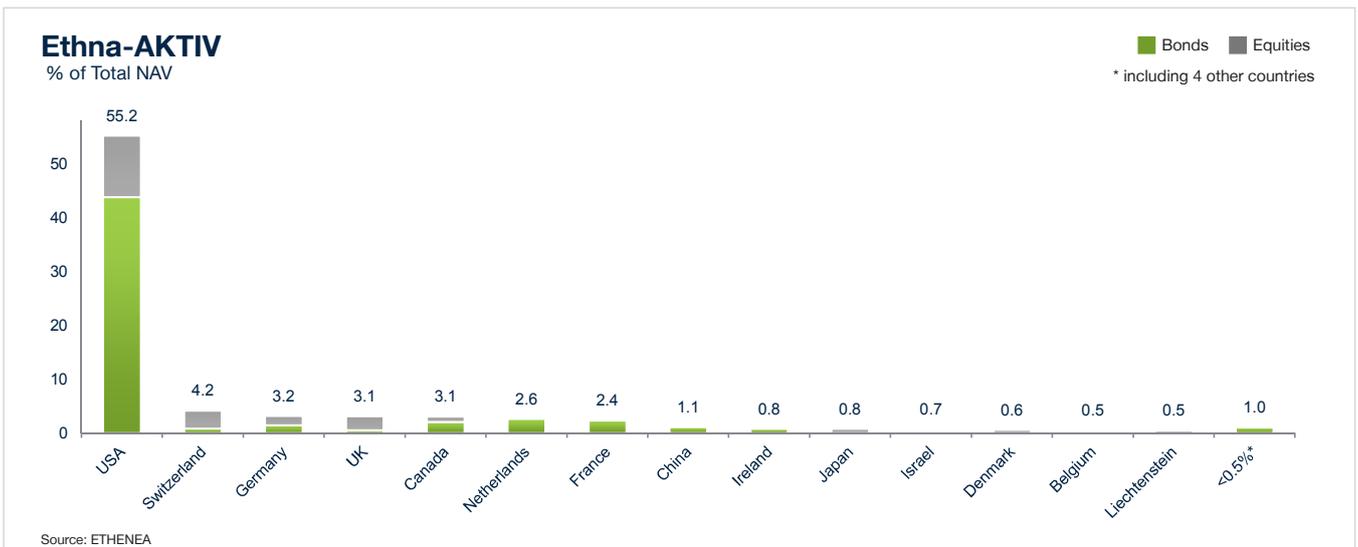
Grafik 8: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Rating*



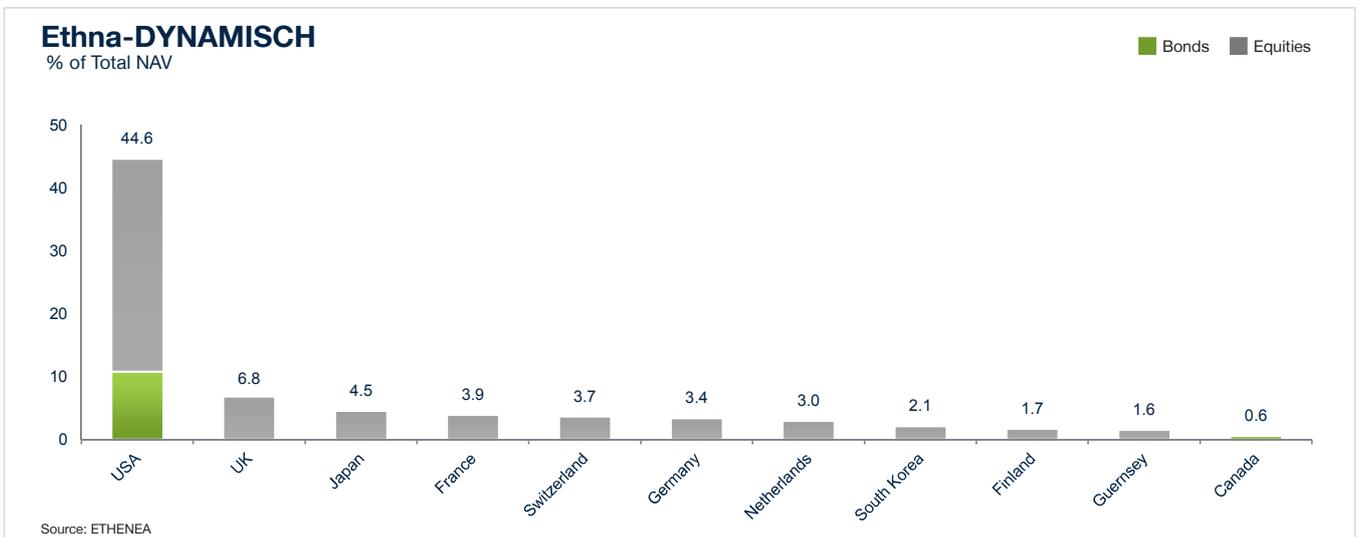
Grafik 9: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Emittenten-Rating*



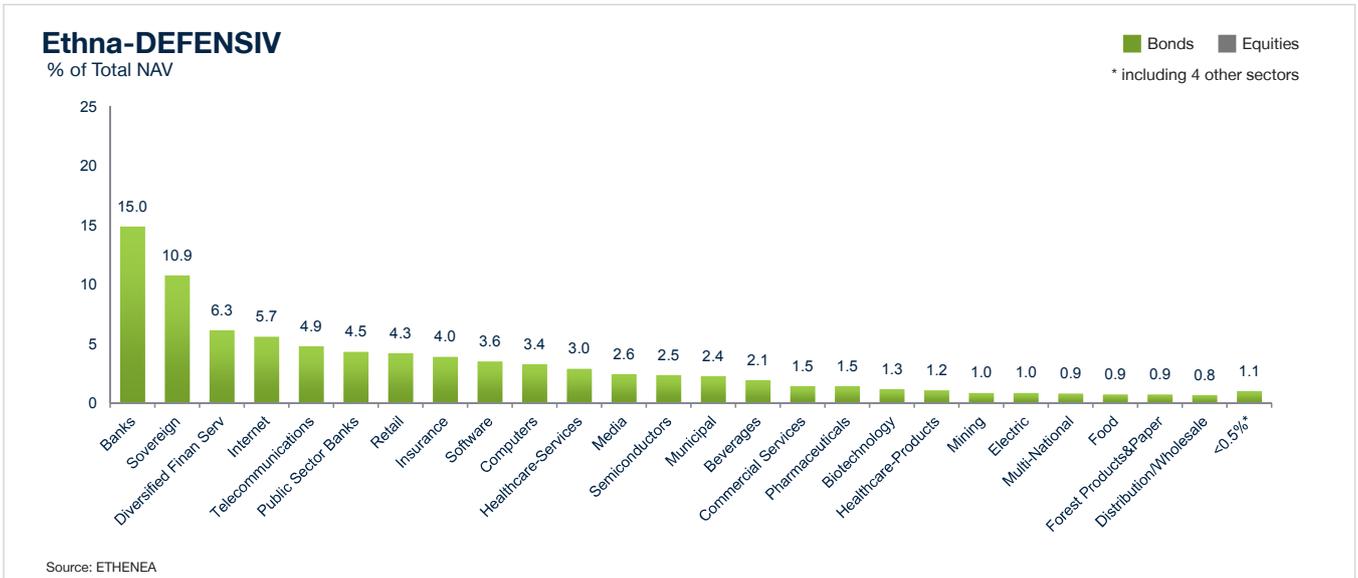
Grafik 10: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft*



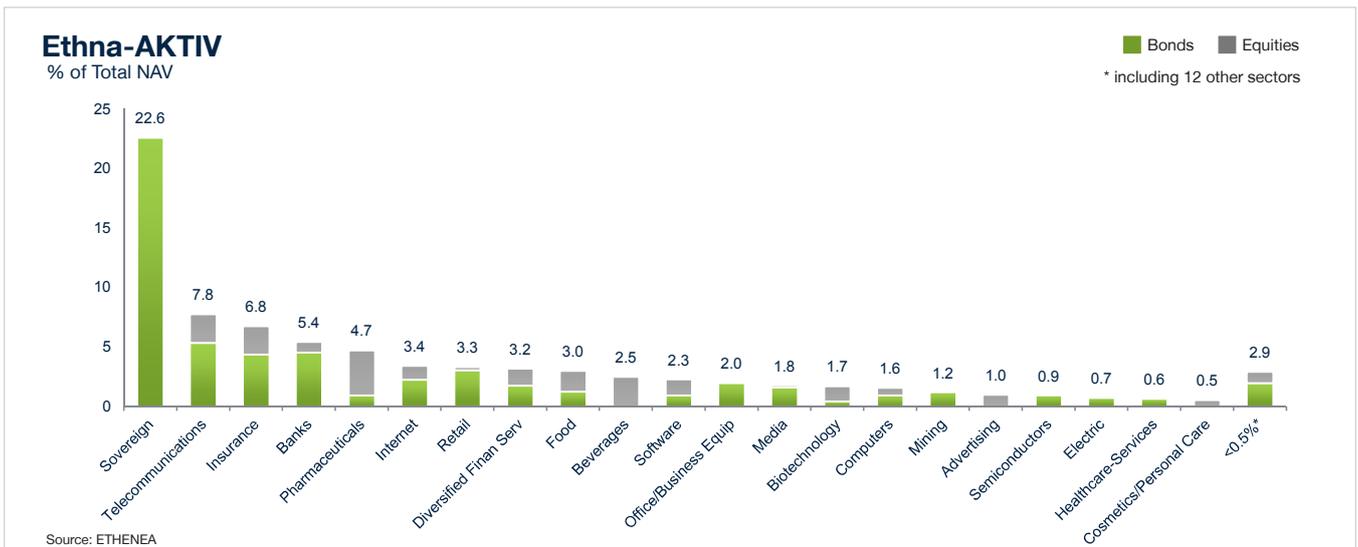
Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft*



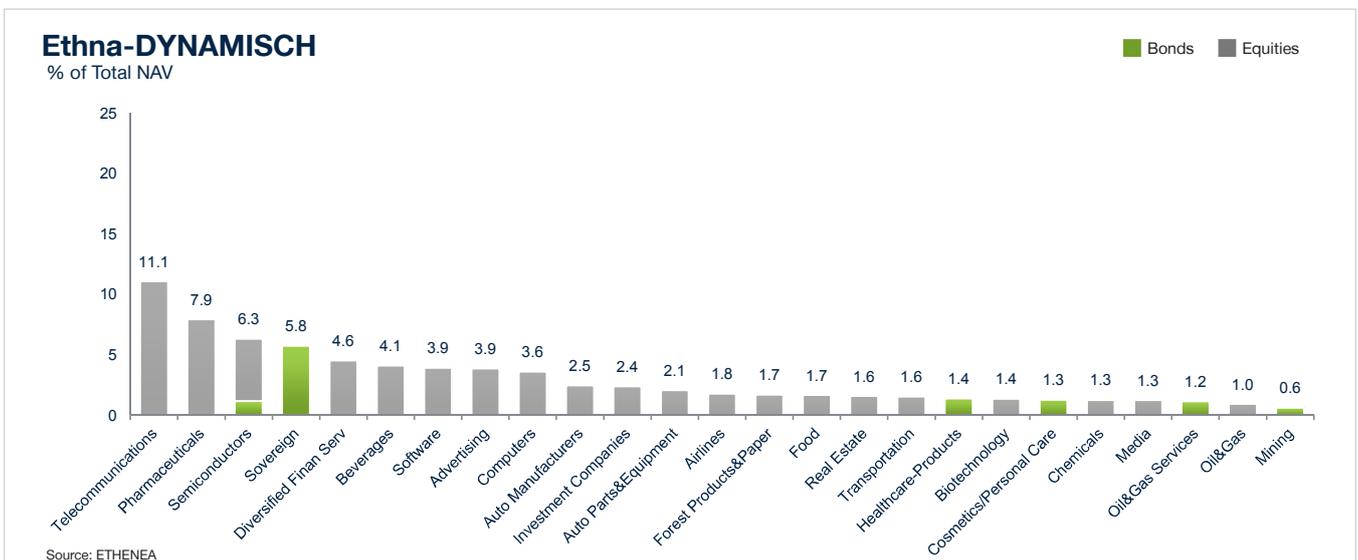
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft*



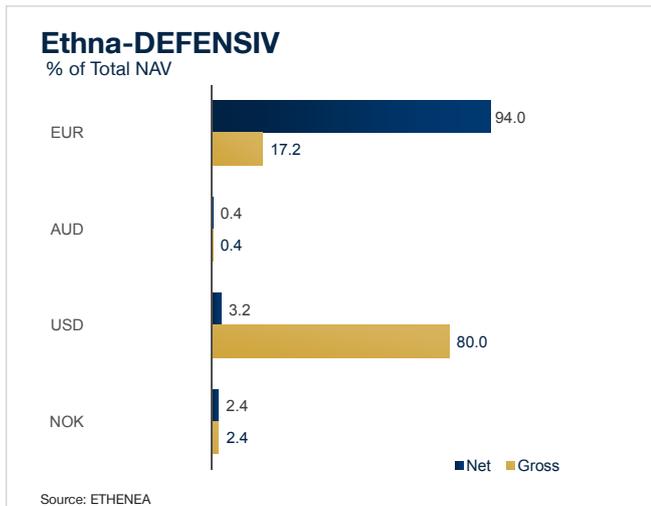
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Branche*



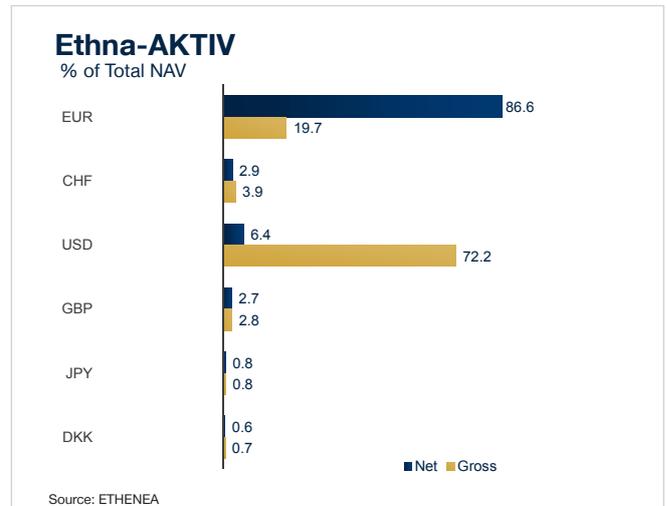
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche*



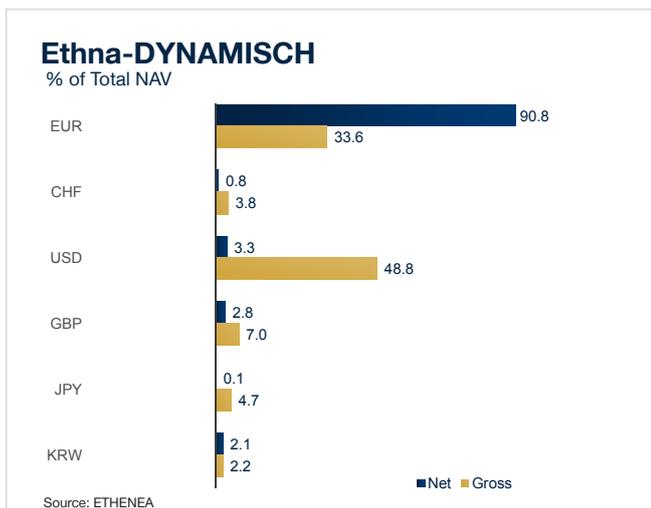
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Emittenten-Branche*



Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DEFENSIV** nach Währungen*



Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV** nach Währungen*



Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DYNAMISCH** nach Währungen*

* 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): Holger Brück, 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 10 · Fax +352 276 921 99
info@ethenea.com · ethenea.com

Auszeichnungen >>



LIPPER
FUND AWARDS 2015 WINNER
GERMANY

LIPPER
FUND AWARDS 2015 WINNER
AUSTRIA



Wichtige Hinweise >>

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. 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, 31.03.2016.