



# MARKTKOMMENTAR



## Bipolare Märkte

Die Kapitalmärkte waren in den vergangenen Monaten geprägt von mitunter starken manischen oder depressiven Stimmungsschwankungen, ohne dabei einen klaren Trend aufzuzeigen. Zusammen mit der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken weisen einzelne Anlageklassen mittlerweile extreme Bewertungen auf. Ist es dennoch möglich, die zugrunde liegenden Trends der bipolaren Märkte zu erkennen?

## Inhalt >>

>> [Vorwort](#)

>> [Bipolare Märkte](#)

>> [Makroökonomischer Ausblick](#)

>> [Positionierung der Ethna Funds](#)





## Vorwort >>

### Die *neue neue Normalität*

Als Anleger oder Finanzberater müssten Sie in den vergangenen Jahren mit dem Begriff *neue Normalität* zur Beschreibung der Finanzmärkte bereits konfrontiert worden sein. Aber was ist eigentlich diese *neue Normalität*? Steht der Begriff für die Finanzmärkte mit deutlich erhöhter Volatilität, eine beinahe perfekte Korrelation der Anlageklassen in einigen Marktphasen, die unendlichen Liquiditätsspritzen der Zentralbanken, historisch gesehen extrem hohen Kurs-Gewinn-Verhältnissen, die heute als akzeptabel hingenommen werden müssen, oder gar die Tatsache, dass negative Zinsen uns auch langfristig begleiten werden? Fakt ist jedenfalls, dass das Investieren an den Finanzmärkten vor allem in den vergangenen zwölf bis achtzehn Monaten alles andere als normal war.

Wie Sie festgestellt haben dürften, wurden auch wir zum Jahresanfang relativ deutlich auf dem falschen Fuß erwischt, dies im Rahmen einer neuen Normalität und in der Hoffnung, dass die Zentralbanken zu einer gewissen Normalität zurückfinden würden und die US-Wirtschaft sich weiterhin positiv entwickeln würde (auf Basis der Zinserhöhung der Fed im Dezember sowie Aussagen Janet Yellens und unserer Annahme, dass diese Signale auch für positive Aktienmärkte hätten sorgen sollen). Wir müssen allerdings der Tatsache ins Auge sehen, dass die Situation eine gänzlich andere ist und die *neue Normalität* erneuert wurde.

Als aktive Manager konnten wir im Januar 2016 sehr schnell reagieren, das Risiko des Ethna-AKTIV reduzieren und die Volatilität des Fonds unter Kontrolle halten. Die Kontrolle der Volatilität ist wesentlicher Bestandteil unserer Anlagephilosophie. Bei einem *perfekten Sturm*, bei dem alle Anlageklassen sich in die gleiche Richtung bewegen, wird allerdings auch diese Aufgabe extrem herausfordernd.

In einer solchen Situation stellt sich die Frage, wie ein Fondsmanager handeln sollte. In unserem Fall lautet die Antwort: eine Reduzierung des Risikos, eine Optimierung des Portfolios auf der Suche nach Qualität und der Versuch, eine Dekorrelation innerhalb des Fonds aufzubauen. Bedeutet das also, dass unser Fonds zu Beginn des Jahres falsch positioniert war? Berücksichtigt man die makroökonomischen Analysen und Gegebenheiten, auf denen unsere Allokation zu gegebenem Zeitpunkt beruhte, waren wir unserer Meinung nach nicht falsch positioniert. Wir konnten im Januar allerdings den Zielen der Risikominimierung und der Kontrolle der Volatilität – beides Gründe, warum unsere Anleger in den Ethna-AKTIV investieren – nicht gänzlich nachkommen. Als Fondsmanager muss man aber das ein oder andere Mal auch eine schwierige Entscheidung treffen, die auch zu Fehlern führen kann.

Wir haben uns die Ziele des Kapitalerhalts, der Risikominimierung und der Kontrolle der Volatilität ohne Benchmark zur

Aufgabe gemacht. Um diese Ziele zu erreichen, nutzen wir die hohe Flexibilität in unseren Fonds, unsere volkswirtschaftliche Analyse und unsere langjährige Erfahrung.

Die positive Entwicklung der Aktienmärkte in den vergangenen Wochen ist auf eine Korrektur der Sektoren Finanzen, Rohstoffe (insbesondere Öl) und Industrierwerte zurückzuführen. Diese Sektoren sind in unseren Augen extrem volatil und stellen ein zu großes Risiko für unsere Fonds und unsere Anlagephilosophie dar. Somit verzichten wir auf eine Anlage in diese Werte und konzentrieren uns auf defensive und stabilere Sektoren wie Gesundheit, Telekom, Technologie und Konsumgüter.

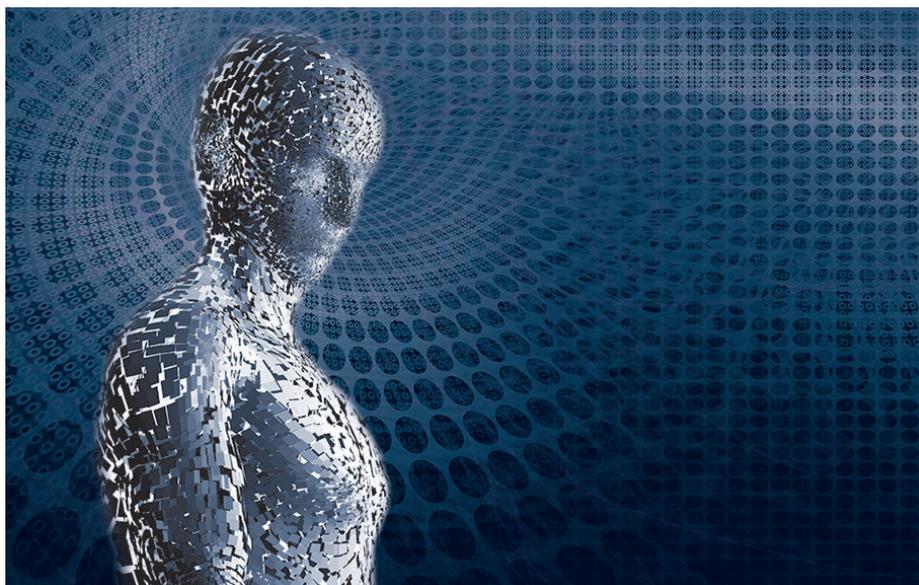
Die volkswirtschaftlichen Daten zeigen derzeit kein eindeutiges Bild auf und sind teilweise sogar widersprüchlich. Betrachtet man diese Daten zusammen mit den teilweise enttäuschenden Unternehmenszahlen, der Gefahr eines Grexit und eines möglichen Brexit, möglichen sozialen Unruhen, den Neuwahlen in Spanien und der Schuldensituation in China, so stellt man fest, dass die Märkte vor allem mit einem Faktor korreliert sind: dem Ölpreis. Dieses Umfeld mahnt uns daher weiterhin zur Vorsicht.

Bedeutet dies denn nun, dass wir weiterhin jedes Risiko meiden? Die Antwort ist *nein*. Wir werden auch wieder mehr Risiko aufnehmen. Doch in dieser *neuen neuen Normalität* müssen wir uns den neuen Gegebenheiten stellen, teilweise neue Wege gehen und unsere taktischen Entscheidungen in allen Anlageklassen, insbesondere bei Aktien, anpassen. Das verlangt eine sehr genaue Risikoeinschätzung (unter anderem im Bereich Anleihen) der Märkte durch besagte Flexibilität, Volatilitätskontrolle und der steten Suche nach Qualität.

Rückblickend waren die Finanzmärkte noch nie *normal*. Auch die Zentralbanken waren nie wirklich *normal* und wir behaupten nicht, dass wir ganz *normal* sind. Die Märkte befinden sich in einem konstanten Wechselzustand und die Kapitalanlage war schon immer eine Herausforderung, wenn auch oftmals eine erfolgreiche und spannende. Die Vergangenheit hat uns gezeigt, dass jede Situation an den Märkten auch Möglichkeiten für den Anleger bietet. Entscheidend ist dabei heute mehr denn je Geduld und ein gutes Timing. Wir bleiben daher momentan geduldig und warten auf den richtigen Moment. Denn genau diese Vorgehensweise hat sich in den vergangenen zwölf Jahren bewährt. Dabei behalten wir unsere langfristigen Ziele fest im Auge und bedanken uns bei Ihnen für das in uns gesetzte Vertrauen.

Mit freundlichen Grüßen,

**Luca Pesarini**  
Verwaltungsratsvorsitzender  
ETHENEA Independent Investors S.A.



## Bipolare Märkte

**Die Kapitalmärkte waren in den vergangenen Monaten geprägt von mitunter starken manischen oder depressiven Stimmungsschwankungen, ohne dabei einen klaren Trend aufzuzeigen. Zusammen mit der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken weisen einzelne Anlageklassen mittlerweile extreme Bewertungen auf. Ist es dennoch möglich, die zugrunde liegenden Trends der bipolaren Märkte zu erkennen?**

*Definition: Bipolare Störung ist die etablierte Kurzbezeichnung für bipolare affektive Störung (BAS). Sie war früher bekannt unter der Bezeichnung manisch-depressive Erkrankung und ist eine psychische Störung, die zu den Affektstörungen gehört. Sie zeigt sich bei den Betroffenen durch episodische, willentlich nicht kontrollierbare und extreme zweipolig entgegengesetzte (bipolare) Auslenkungen des Antriebs, der Aktivität und der Stimmung, die weit über dem Normalniveau abwechselnd in Richtung Depression oder Manie reichen.<sup>1</sup>*

Himmelhoch jauchzend, zu Tode betrübt, manisch-depressiv oder neuerdings auch bipolar. All das bezeichnet eine ernstzunehmende Erkrankung der (menschlichen) Psyche und soll im Folgenden auch keinesfalls banalisiert oder bagatellisiert werden.

Der Markt seinerseits, der letztendlich ja nichts anderes ist als die kollektive Meinung der agierenden Menschen, zeigt in letzter Zeit allerdings deutliche Tendenzen zur Übertreibung – und zwar sowohl nach oben als auch nach unten.

Vor nicht allzu langer Zeit war jener Markt noch mit der Möglichkeit einer Deflation mit einhergehender Rezession überaus beschäftigt. Gleichzeitig stand Chinas Wachstum auf tönernen Füßen und ein Fass Rohöl handelte unter 30 USD. Die Zentralbanken waren also erneut gefordert. Und der erste zögerliche Zinsschritt der US-Notenbank in jener nun bereits fernen Zeit als Fanal der wirtschaftlichen Erholung wirkte auch nur exakt zwei Wochen.

Ab Jahresanfang standen die Zeichen dann auf Sturm und man war sich absolut sicher, dass der quasi unmittelbar bevorstehende Kollaps der chinesischen Wirtschaft eine erneute Weltwirtschaftskrise auslösen würde. Die Aktienmärkte und auch andere Risikomärkte wie etwa der High-Yield-Markt kollabierten im Schatten dieser vermeintlichen Gewissheit.

Wenn man heute den Marktauguren Glauben schenken darf, dann ist aber alles ganz anders. Münchhausen-gleich ist China durchaus in der Lage, sich am eigenen Schopf aus dem Sumpf zu ziehen, indem es irrwitzige Beträge von mehr als 350 Milliarden USD in Form von Krediten jeden Monat in die eigene Wirtschaft pumpt. Wie lange das allerdings gut gehen kann, vermag keiner so genau zu sagen. Sicher ist nur, dass es nicht ewig so weitergehen kann. So oder so, am Markt kehrt auf diese Weise erst einmal Ruhe ein, der Ölpreis steigt auf über 40 USD pro Barrel und die Inflation kommt (zumindest) in den USA zurück. In der Folge steigen die US-Aktienindizes wieder fast auf ihre Allzeithochs.

Der Kapitalmarkt ist quasi wie von Sinnen. Innerhalb weniger Monate spielt er Zyklen ab, die sonst Quartale oder gar Jahre dauerten. Und dabei scheint er es immer bis zum Extrem zu treiben. In einem solchen Umfeld ist es schwierig, einen kühlen Kopf zu bewahren und sich nicht fortwährend von der manischen oder depressiven Stimmung am Markt anstecken zu lassen. Meistens gelingt dies auch, aber eben nicht immer.

<sup>1</sup> Quelle: [https://de.wikipedia.org/wiki/Bipolare\\_St%C3%B6rung](https://de.wikipedia.org/wiki/Bipolare_St%C3%B6rung)

So ist dies ein neuer Versuch, durch den Nebel der bipolaren Märkte zu blicken und die zugrunde liegenden Trends zu erkennen, falls es denn solche zu entdecken gibt. Dabei ist es auch völlig unerheblich, wie man intellektuell zu den Maßnahmen der Zentralbanken steht. Ob man zum Beispiel im Fall der Europäischen Zentralbank (EZB) dem Buchstabensalat des sogenannten *Quantitative Easing* Sinn abgewinnen kann, bleibt jedem selbst überlassen: QE = APP = PSPP + ABSPP + CBPP3 + CSPP.

Fakt ist jedenfalls, dass uns die Niedrigzinspolitik weltweit im Allgemeinen und in der Eurozone im Speziellen auch auf lange Sicht weiter begleiten wird. Wir müssen also lernen, mit ihr umzugehen. Vielen Akteuren bereitet das jedoch Probleme, da viele Assets inzwischen Bewertungen aufweisen, die nicht in den Wertekanon hinein passen. Wir befinden uns nun einmal im sogenannten *Uncharted Territory*.<sup>2</sup>

In den Grafiken 1 und 2 haben wir versucht, *einen* Aspekt dieser *schönen neuen Welt* herauszugreifen. Die Grafiken zeigen, dass Staatsanleihen weltweit im Wert von mittlerweile sagenhaften 9200 Milliarden EUR eine negative Markttrendite aufweisen. Diese Tatsache allein ist schon erschreckend genug. Wenn man sich dann allerdings noch vor Augen führt, dass in einigen Fällen schon mehr als 70 % der verbrieften Staatsschulden eines Landes negativ handeln, lohnt sich ein genauerer Blick auf die möglichen Konsequenzen.

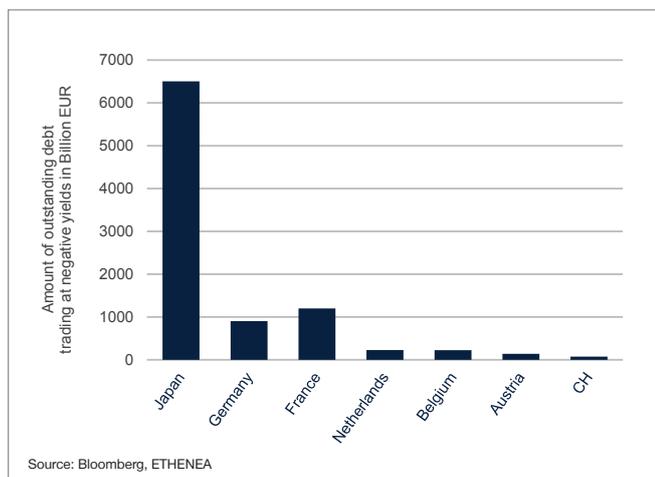
Eine offensichtliche Folge der negativen Renditen ist natürlich, dass die Personengruppen, die bislang nur in Staatsanleihen investiert haben – sei es aus regulatorischen oder anderen Gründen – nun auf einen Investitionsertrag verzichten müssen. Die Aussichten für die Altersvorsorge über Lebensversicherungen oder risikoarme mündelsichere Wertpapieranlagen sind, gelinde gesagt, nicht gut. Es bleiben dem Vorsorgenden also nur noch zwei Alternativen: entweder nicht mehr vorsorgen oder auf andere Anlageformen ausweichen.

Die erste Alternative der Nicht-Vorsorge ist in den allermeisten Ländern mit dem demografischen Problem der Überalterung der Gesellschaft allerdings keine Option, wenn man der Altersarmut nicht anheimfallen möchte. Andere Anlageformen scheinen daher der richtige Weg zu sein, zumal es aktuell nicht danach aussieht, als ob die Geldpolitik der für uns relevanten Zentralbanken bald signifikant von der Niedrigzinspolitik abweichen wird. Selbst die US-Notenbank gibt sich wieder zögerlich mit ihrem nächsten Zinsschrittchen.

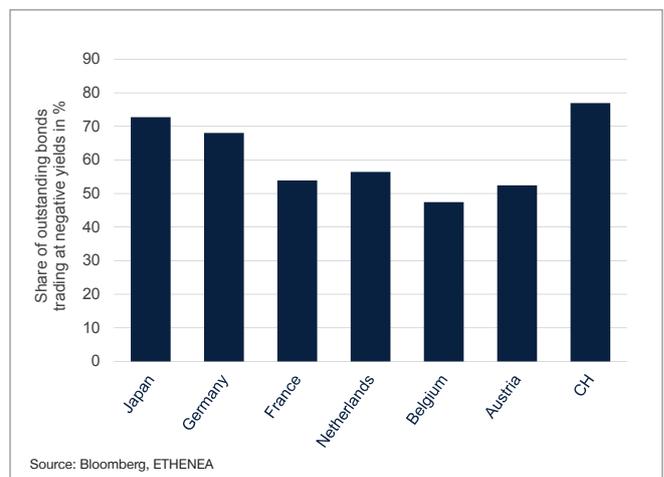
In den letzten Jahren hatte der umtriebige Anleger noch die Möglichkeit, Zuflucht in Unternehmensanleihen guter bis sehr guter Bonität zu finden. Diese Anleihen besaßen ähnliche Charakteristika wie Staatsanleihen, waren aber besser verzinst. Durch die nun bevorstehende neue Spielart des *Quantitative Easing* der EZB – das sogenannte CSPP (*Corporate Sector Purchase Program*) – ist jedoch zu befürchten, dass die Renditen in diesem Segment im Laufe der Zeit ebenfalls verschwinden werden, zumal dies auch das ausgemachte Ziel der EZB ist.

Zum Ausweichen auf den sogenannten High-Yield-Sektor, also dem Teil der Unternehmensanleihen, die kein Investment-Grade-Rating besitzen, raten viele Experten, so auch wir, vehement ab. Auch wenn die Anleihen in diesem Marktsegment aussehen wie alle anderen Anleihen, so ist die Marktdynamik eine gänzlich andere und für den Einzelinvestor als Altersvorsorge denkbar ungeeignet. Fondsprodukte mit ausgewiesenen Experten, die sich auf diese Art Anleihen fokussieren, können als Beimischung sinnvoll sein.

Was also noch übrig bleibt sind Fremdwährungsanleihen und natürlich Aktien. Beide Anlageformen sind allerdings nur bedingt für den Laien geeignet. In der Form von Fondsprodukten eignen sie sich aber perfekt für die langfristige Kapitalsicherung und -mehrung. Natürlich wären Aktien in einem vormals normalen Umfeld mit durchschnittlichen Renditen



Grafik 1: Volumen der Staatsanleihen, die eine negative Markttrendite haben (in Milliarden Euro)



Grafik 2: Anteil der Staatsanleihen des jeweiligen Landes, der eine negative Markttrendite hat

<sup>2</sup> Zu Deutsch: Neuland oder auch unbekanntes Terrain

von Staatsanleihen bei 5 % und Unternehmensanleihen bei 7 % teuer, *aber* wir befinden uns nun Mal in der Welt so wie sie ist, und *nicht* wie wir sie uns wünschen.

Erklären wir dies noch näher anhand eines Beispiels: Die Aktie der US-amerikanischen Firma Procter & Gamble (P&G) handelt aktuell auf einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 22. Historisch betrachtet erscheint das teuer und viele Analysten würden wahrscheinlich eher zum Verkauf raten. Ein KGV von 22 entspricht grob gerechnet einer Rendite von 4,5 % (100:22). Eine Anleihe von P&G in USD und im 5-jährigen Segment handelt hingegen aber lediglich bei 1,6 %. Das ist sehr teuer und möglicherweise nicht sehr sinnvoll, aber solange nichts bedeutendes Unvorhergesehenes passiert, werden diese Anleihen auch nicht deutlich günstiger werden. Es ist vielmehr wahrscheinlich, dass sie noch teurer werden und die Rendite somit weiter sinkt. Nimmt man dies als gegeben hin, dann erscheint die Aktie von P&G vielleicht doch nicht mehr so teuer.

Dies bedeutet natürlich nicht, dass alle Aktien steigen und die Renditen von Anleihen weiter fallen werden. Es ist keine feste Regel und wird nicht immer und nicht in jeder Periode so sein. Es ist aber unsere Überzeugung, dass die zugrunde liegenden Trends, die man erkennt, sofern man den Nebel der bipolaren Märkte durchdringt, genauso sind: Aktien *und* Renten werden im Trend weiter steigen. Diese Erkenntnis, dass der zugrunde liegende Trend in Aktien und Renten nach oben weist, führt dazu, dass unsere Fonds in beiden Asset-Klassen ein Long-Bias besitzen. Das bedeutet aber nicht, dass wir immer long sind, da die Kapitalmärkte nie in geraden Linien verlaufen und die Schwankungen um diesen Trend herum erheblich sein können, je nachdem ob die manische oder die depressive Emotion in diesem Moment die Oberhand hat. Die Verlustminimierung für unsere Anleger und ein disziplinierter Umgang mit der Volatilität veranlassen uns gelegentlich dazu, den Risikoeinsatz erheblich zu vermindern.



## Autoren >>

### Guido Barthels

Portfolio Manager  
ETHENEA Independent  
Investors S.A.

### Yves Longchamp, CFA

Head of Research  
ETHENEA Independent  
Investors (Schweiz) AG

# Makroökonomischer Ausblick >>

Wie unser Portfolio Manager Guido Barthels auf den vorangehenden Seiten dieses Marktkommentars richtig erklärt hat, sind die Märkte sehr instabil. Sie schwanken ohne Vorwarnung zwischen extremer Depression und Euphorie hin und her. Als Ökonom deute ich die Bewegungen der Marktpreise, die man in Echtzeit beobachten kann, als Symptome einer potenziellen wirtschaftlichen Krankheit, welche man jedoch nur gelegentlich und mit deutlicher Verzögerung sieht. Wirtschaftsstatistiken werden nämlich bestenfalls monatlich veröffentlicht, sodass heute gemeldete Zahlen üblicherweise die Lage von vor ein oder zwei Monaten widerspiegeln. Doch ebenso wie sich die Medizin weiterentwickelt, entwickelte sich auch die Wirtschaft und das Finanzwesen weiter. Konkret bedeutet das: Symptome und Krankheit interagieren und beeinflussen sich gegenseitig, wobei einige Schwächen verstärkt und andere ausgeglichen werden.

Wie mein Kollege ferner schreibt hilft es, alle verfügbaren Informationen, also die vorliegenden Symptome sowie die Ergebnisse der sorgfältigen Untersuchung der Patienten, zusammen zu bringen, um durch den Nebel der bipolaren Märkte zu blicken. Je nachdem ob der europäische, der US-amerikanische und der chinesische Patient eigentlich gesund und nur etwas benommen ist, oder aber an einer ernstzunehmenden Erkrankung leidet, haben die gegenwärtig zu beobachtenden manisch-depressiven Symptome fundamental betrachtet eine völlig unterschiedliche Bedeutung.

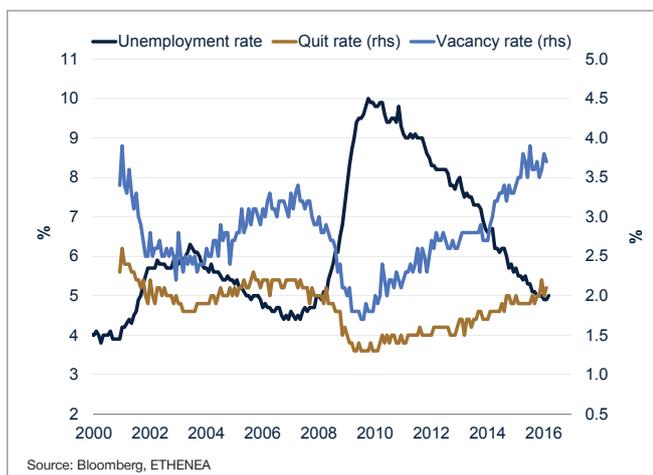
Man kann durchaus sagen, dass in einer durchweg tiefen Welt, also einer Welt mit tiefem Wachstum, tiefer Inflation, tiefen

Zinsen und Renditen sowie insgesamt tiefen Erträgen, der Grat zwischen Wachstum und Rezession, Inflation und Deflation, Hausse und Baisse sehr schmal ist. Die Wahrnehmung spielt in einem solchen Umfeld eine besonders wichtige Rolle. Daher kommt es in Abhängigkeit von einer positiven oder negativen Wahrnehmung zu extremen Stimmungsschwankungen, die viele Gemeinsamkeiten mit einer bipolaren Störung haben.

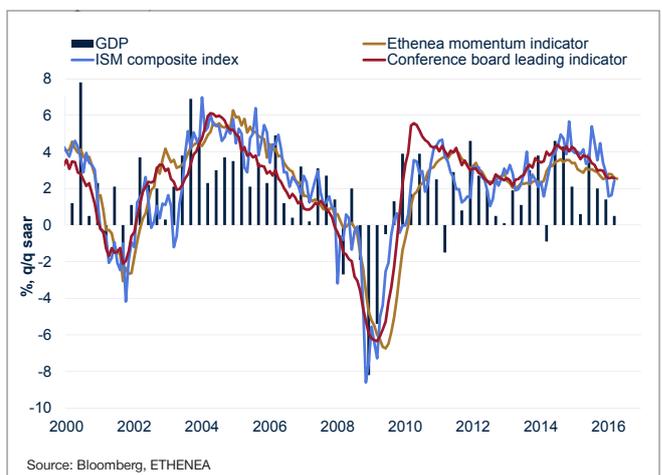
## Vereinigte Staaten

Die Wirtschaftsindikatoren zeigen ein gemischtes Bild, was eine genaue Einschätzung des Gesundheitszustands des US-amerikanischen Patienten schwierig macht. Die Fundamentaldaten des US-Arbeitsmarktes sind sehr gesund. Grafik 3 zeigt, wie dynamisch besagter Arbeitsmarkt ist. Die Arbeitslosenquote ist nahe dem Stand der Boom-Jahre von vor der globalen Finanzkrise. Der Anteil der freien Stellen liegt sogar darüber, was auf eine hohe Nachfrage nach Arbeitskräften hindeutet. Auch die Kündigungsquote, die den Anteil der Arbeitnehmer wiedergibt, die ihre Anstellung freiwillig verlassen, wahrscheinlich zugunsten eines besseren Angebots andersorts, befindet sich auf einem Niveau, das mit den Boom-Jahren von vor der globalen Finanzkrise vergleichbar ist.

Dieses ermutigende Bild wird allerdings durch praktisch alle Frühindikatoren in Frage gestellt. Einige ausgewählte Indikatoren für das BIP-Wachstum (Grafik 4) zeigen, dass sich das Wachstum zweifellos verlangsamt. Unser haus eigener ETHENEA-Momentum-Indikator misst den Puls der Wirt-



Grafik 3: Ein gesunder Arbeitsmarkt\*



Grafik 4: Die Frühindikatoren in den USA deuten auf eine Wachstumskonsolidierung hin (alle Indikatoren sind an den BIP-Umfang angepasst)

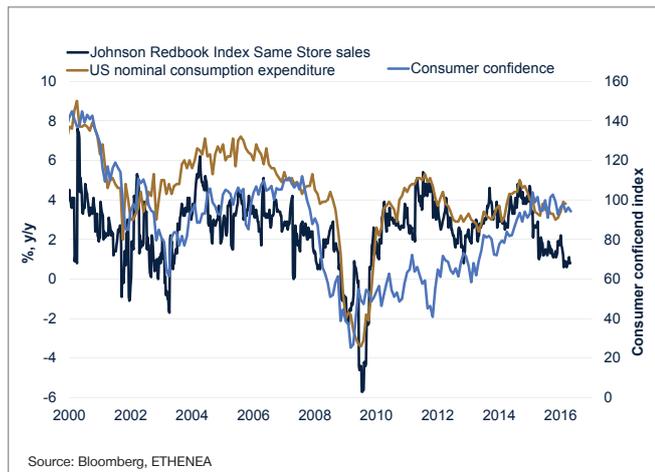
schaft, indem er zahlreiche Wirtschaftskennzahlen in einer umfassenden Statistik vereint. Der Frühindikator des Conference Board macht dasselbe mit einer kleineren Anzahl von Variablen, die auch Finanzmarktinformationen beinhalten. Der ISM-Composite-Index wiederum ist eine umfragebasierte Messung.

Vergleicht man nun das Wachstum mit dem menschlichen Herzen, so wurde die Erholung in den USA vornehmlich durch den Privatkonsum getrieben, was dem linken, etwas größeren Vorhof des Herzens gleichkommt, sowie in geringerem Ausmaß durch Investitionen, was dem rechten Vorhof entspricht. Der Beitrag von Staatsausgaben und Nettoexporten zum Wachstum kommt hingegen mehr einem Rundungsfehler nahe. Seit Beginn der US-Erholung im Jahre 2010 wuchs das BIP annualisiert um 2,1 % pro Quartal, wovon 1,6 % auf den Privatkonsum und 0,8 % auf Investitionen entfallen. Der Einbruch des Ölpreises hat den Investitionszyklus in diesem spezifischen Sektor jedoch zu einem Halt gebracht. Doch auch in anderen Sektoren, die nicht direkt unter dem niedrigen Ölpreis leiden, schwächten sich die Investitions-

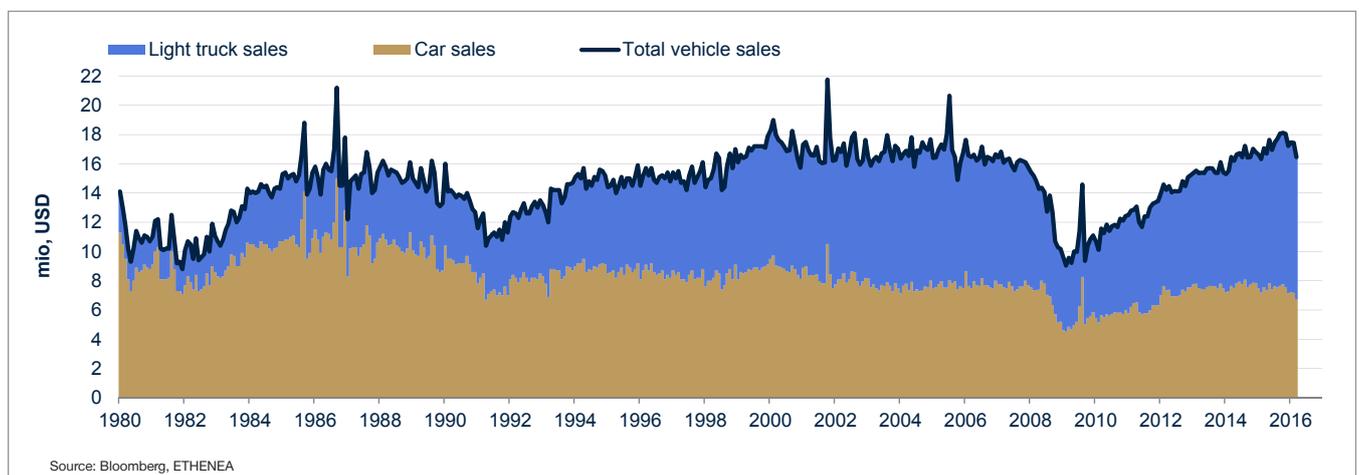
ausgaben der Unternehmen ab. Dies spiegelt die schwachen Wachstumsaussichten für den Produktionssektor weltweit wider. Die Dynamik des Privatkonsums lässt ebenfalls nach (Grafik 5). Das Verbrauchervertrauen erreichte irgendwann im letzten Jahr seinen Höhepunkt, und die Umsätze auf bestehenden Verkaufsflächen entwickeln sich alles andere als ermutigend. Ein weiteres Indiz, dass der Konsum seinen Höchststand bereits erreicht hat, ist in Grafik 6 dargestellt. Der Gesamtfahrzeugabsatz gab während der letzten Monate nach, wobei sowohl der Absatz von Pkws als auch jener von leichten Nutzfahrzeugen gesunken ist (Grafik 7).

Die wichtige Frage, die sich jeder Anleger nun stellen muss ist, ob die Abgespanntheit des Patienten bereits ein frühes Krankheitssymptom darstellt oder lediglich auf eine Lethargie zurückzuführen ist, verursacht durch saisonale Veränderungen. Für eine genaue Diagnose ist es noch zu früh. Wir wissen aber, dass der Patient vor fast 10 Jahren wie durch ein Wunder von einer ernsten Krankheit genesen ist, was nur durch den massiven Einsatz brandneuer Medikamente (die damals überwiegend ohne klinische Versuchsreihen oder Patente verabreicht wurden) möglich war. Die langfristigen Nebenwirkungen dieser Medikamente sind allerdings noch unbekannt und auch in der Literatur gibt es noch keine hinreichenden Erkenntnisse über die mögliche höhere Belastbarkeit oder größere Schwäche des Patienten oder gar einer deutlichen Änderung seines Verhaltens durch deren Verabreichung. Bisherige Beobachtungen helfen also nicht dabei, die aktuelle Situation zu verstehen und die zukünftige Entwicklung vorauszusehen.

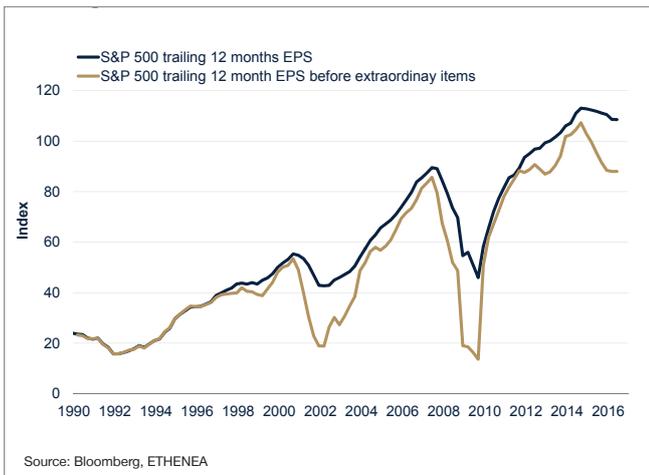
Vor diesem Hintergrund bleiben wir vorsichtig. Ob wir es nur mit saisonalen Änderungen zu tun haben oder aber gerade etwas Ernsteres erleben, bleibt offen. Die verfügbaren Indizien zeigen jedoch, dass sich der Gesundheitszustand des Patienten in letzter Zeit nicht verbessert hat. Die bereinigten Gewinne pro Aktie haben beispielsweise ihren Höchststand bereits erreicht und die rohen Gewinne pro Aktie vor außerordentlichen Posten,



Grafik 5: Der Privatkonsum verliert an Schwung



Grafik 6: Der Gesamtfahrzeugabsatz sinkt

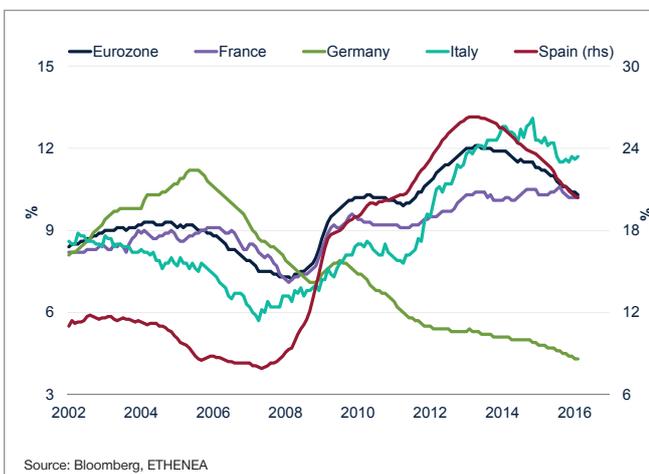


Grafik 7: Gewinne pro Aktie des S&P 500 sind in den letzten Quartalen gesunken

also die Gewinne pro Aktie vor Aufpolieren der Finanzen, haben sich verschlechtert (Grafik 7). Es sind keine Zeichen von Verbesserung in Sicht. Nichtsdestotrotz stimmt es zweifellos, dass der Patient angesichts der starken, seit Mitte Februar beobachteten Erholung der Aktienmärkte, guten Mutes ist.

## Europa

Auf der hiesigen Seite des Atlantiks befindet sich der europäische Patient auf Erholungskurs. Sein Zustand bleibt aber fragil, verwundbar und unstetig, um es mit den Worten von Dr. Draghi zu sagen, der schon lange mit diesem Fall betraut ist. Auch dieser Patient war von der Krankheit der globalen Finanzkrise betroffen, die vor rund einem Jahrzehnt die USA heimsuchte. Später litt er dann noch unter der Ausprägung staatlicher Beschwerden, die als Eurokrise bezeichnet werden. Letztere ist auch unter dem Begriff der politischen Dyspraxie<sup>3</sup> bekannt, einer Krankheit, die durch die Unfähigkeit der Koordinierung von Tätigkeiten gekennzeichnet ist. Die Symptome hiervon sind einfach zu erkennen: Politische Maßnahmen des Patienten können einen eher unbeholfenen Eindruck machen



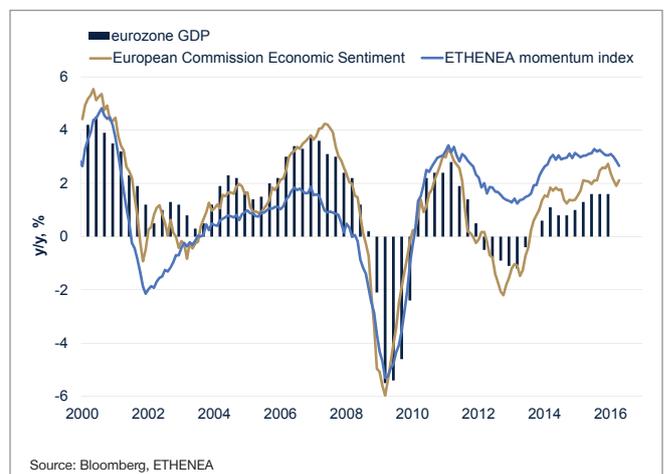
Grafik 8: Verbesserung der Arbeitsmärkte

und er scheint mit seiner Umgebung nicht zu harmonisieren. Gleichzeitig hat der Patient Schwierigkeiten mit Gleichgewicht und Haltung.

Der europäische Patient wurde für beide Krankheiten auf die gleiche Weise behandelt wie der amerikanische Patient. Die Zentralbank senkte die Zinsen und startete ein quantitatives Lockerungsprogramm. Trotz der Doppelerkrankung wurde die Behandlung aber erst spät eingeleitet, was teilweise erklärt, warum die Arbeitsmärkte noch immer recht weit von ihrem Gleichgewicht entfernt sind, wie Grafik 8 veranschaulicht. Gemäß den in dieser Grafik wiedergegebenen Kennzahlen ist die europäische Volkswirtschaft nicht so gesund wie die der USA. Sie alle befinden sich aber auf dem Weg der Besserung und es besteht weiteres Gesundheitspotenzial.

Den Frühindikatoren zufolge wird die Erholung des BIP-Wachstums allerdings nicht weiter an Fahrt aufnehmen. Grafik 9 zeigt das BIP-Wachstum der Eurozone sowie zwei Frühindikatoren, die beide eine Wachstumsverlangsamung andeuten. Unser ETHENEA-Momentum-Index für Europa, in der Grafik als hellblaue Linie dargestellt, setzt sich ähnlich zusammen wie der oben beschriebene Index für die USA.

Gehen wir nun zur detaillierteren Wachstumsanalyse über. Es ist festzustellen, dass die europäische Erholung 2013 nach der Eurokrise startete und im Vergleich zu den USA moderat ausfiel. Das Wachstum betrug annualisiert 1,1 % pro Quartal und entspricht damit etwa der Hälfte des US-Wertes. Während die Nettoexporte praktisch keinen Beitrag zum BIP-Wachstum leisteten, steuerte der Privatkonsum als größter und stabilster Wachstumsträger 0,5 %, die Investitionen 0,3 % und die Staatsausgaben 0,3 % bei. Somit präsentiert sich das Wachstum der Eurozone ausgeglichener als in den USA. Trotz des schwachen Euro belasteten die Nettoexporte in den letzten Quartalen das europäische Wachstum. Beim Konsum liefern die Frühindikatoren gemischte Signale. Einerseits hat die Anzahl neu geschaffener Arbeitsplätze in der Eurozone weiter zugenommen, andererseits verschlechterte sich das



Grafik 9: Das Wachstum der Eurozone steht vor einer Konsolidierung (alle Indikatoren sind an den BIP-Umfang angepasst)

<sup>3</sup> Dyspraxie ist eine lebenslange Koordinations- und Entwicklungsstörung (Entwicklungsdyspraxie),. Quelle: <https://de.wikipedia.org/wiki/Dyspraxie>

Verbrauchervertrauen europaweit, was zu einem verhaltenen Konsumwachstum geführt hat (Grafik 10). Die Investitionen blieben in Europa überraschend beständig, was insbesondere für Ausrüstung und Transport gilt. Kredite an den Nicht-Finanzsektor verbesserten sich im März sogar etwas (Grafik 11) und deuten auf ein Anhalten der Investitionserholung hin.

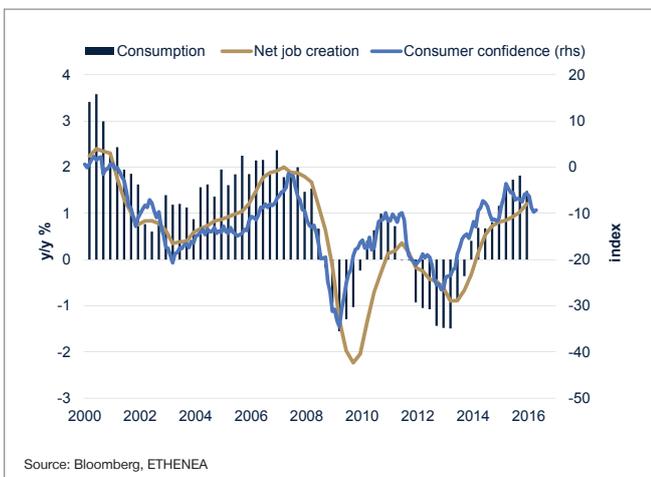
Insgesamt scheint sich der europäische Patient auf dem Weg der Besserung zu befinden und stellt gegenwärtig trotz seines noch immer anfälligen Gesundheitszustands keinen großen Grund zur Sorge dar. Der größte Risikofaktor für den Patienten bleibt die staatliche Dyspraxie, die in den kommenden Monaten jederzeit aufflammen kann. Brexit, Grexit und die anstehenden spanischen Parlamentswahlen sind nur einige der Faktoren, die eine neue Krise auslösen könnten.

### China

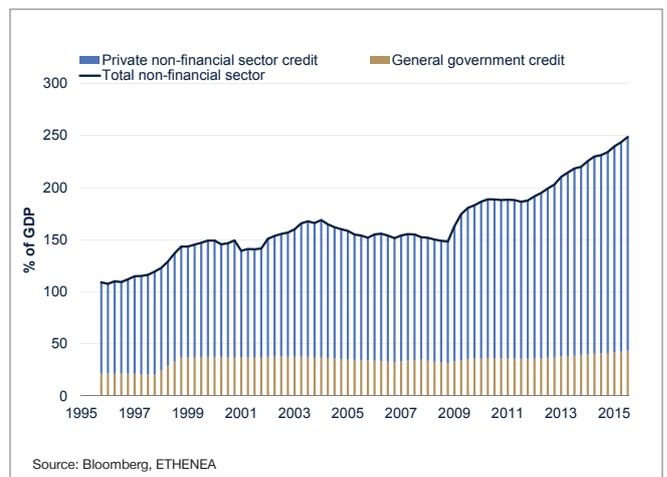
Anders als Europa und die USA war China von der globalen Finanzkrise nicht direkt betroffen. Erst Zweitrundeneffekte wirkten sich auf das Land aus. Während seine früheren Handelspartner erkrankten und ihre Nachfrage daher nachließ,

munterte sich China mit seiner eigenen chinesischen Medizin auf: einer finanziellen Lockerung, die auf Ausgaben der Kommunalverwaltungen und auf der Kreditvergabe von Banken beruht und nicht auf Wertpapierkäufen der Zentralbank. China war sich dabei sicherlich bewusst, dass es seine Wirtschaft nicht auf alle Ewigkeit mit kreditbasierten Investitionen beleben kann, insbesondere da es angesichts des rasanten Kreditwachstums (Grafik 12) unwahrscheinlich ist, genügend rentable Investitionsmöglichkeiten für all diese Liquidität zu finden. China vertraute jedoch auf eine baldige Erholung seiner früheren Handelspartner und hob die Dosis neuer Kredite stetig an, denn wie bei vielen Medikamenten ist eine höhere Dosis für eine anhaltend stimulierende Wirkung vonnöten.

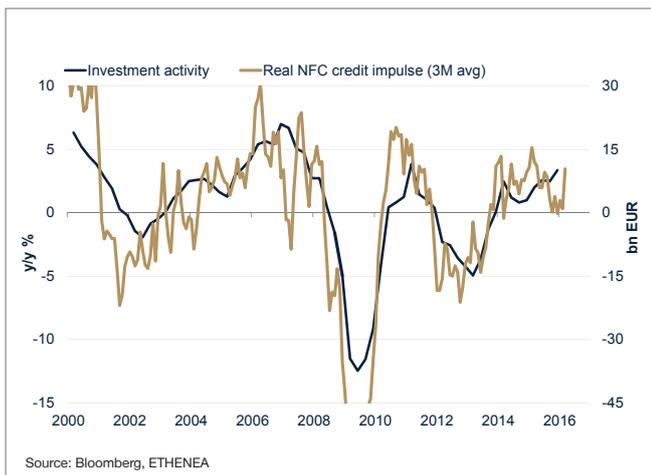
Heute, sieben Jahre nach der globalen Finanzkrise, leiden Europa und die USA aber immer noch unter einer wirtschaftlichen Instabilität. Während sich das Wirtschaftswachstum in beiden Regionen größtenteils aus der Binnennachfrage ergibt, erholte sich auch ihre Importnachfrage nach chinesischen Waren. Diese reichte aber nicht aus, um die durch Kredite nun aufgepumpte Produktionskapazität auszulasten. China muss einsehen, dass es nicht mehr auf die Rückkehr vergangener Zeiten hoffen sollte und vielmehr Maßnahmen ergreifen muss,



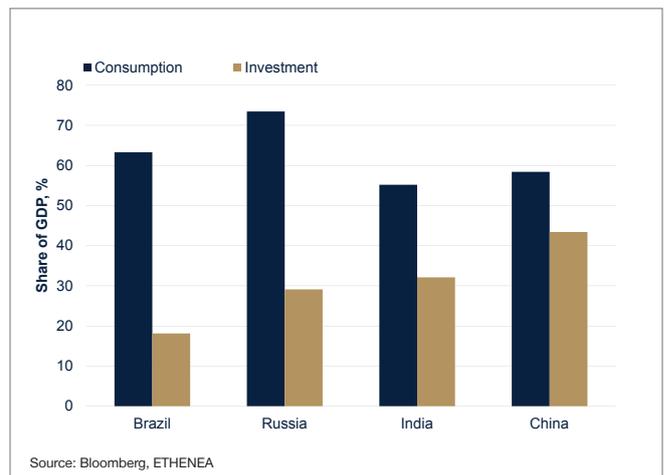
Grafik 10: Der Konsum in der Eurozone erhält Unterstützung durch einen sich verbessernden Arbeitsmarkt



Grafik 12: Schnelles Kreditwachstum in China ab 2008



Grafik 11: Investitionen in der Eurozone sind überraschend robust



Grafik 13: Der Anteil der Investitionen am BIP in China ist noch immer hoch, auch im Vergleich zu anderen Schwellenländern

um selbstständiger und unabhängiger zu werden. Einerseits bedeutet dies ein stärkeres Abstützen auf den Privatkonsum, andererseits aber auch eine Reduktion der Investitionen und damit der Überkapazitäten, wie beispielsweise in der Schwerindustrie (Grafik 13). Darüber hinaus muss China seine Produktivität weiter verbessern, da es einen Großteil seines Lohnkostenvorteils eingebüßt hat und gleichzeitig weiteres Lohnwachstum benötigt, um den Konsum anzukurbeln. Über diesen Neuausrichtungsprozess hinaus, der allein schon nicht einfach zu bewältigen ist, muss das Land auch eine Reihe von Nebenwirkungen der in den Vorjahren verabreichten Medizin in den Griff bekommen.

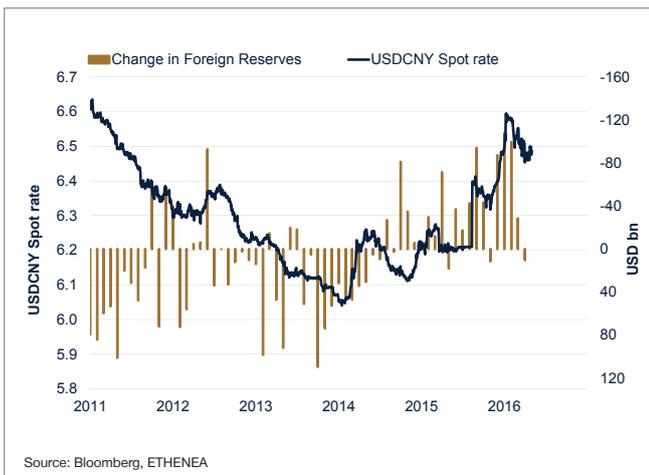
Eine dieser Nebenwirkungen sind Blutungen. Da viele Menschen mittlerweile erkennen, dass die Wachstumsaussichten und Anlagemöglichkeiten in China abnehmen, versuchen sie ihr Kapital in andere Märkte zu reinvestieren. Hieraus ergeben sich Kapitalabflüsse, die im Jahr 2014 begonnen haben und im Sommer 2015 durch eine schlecht kommunizierte Anpassung der Wechselkurspolitik noch verstärkt wurden (Grafik 14). Für

den Moment ist es der Regierung zwar gelungen, die Blutungen durch verstärkte Kapitalkontrollen, also eine Art Druckverband, zu stoppen, doch die Wunde ist noch nicht geschlossen.

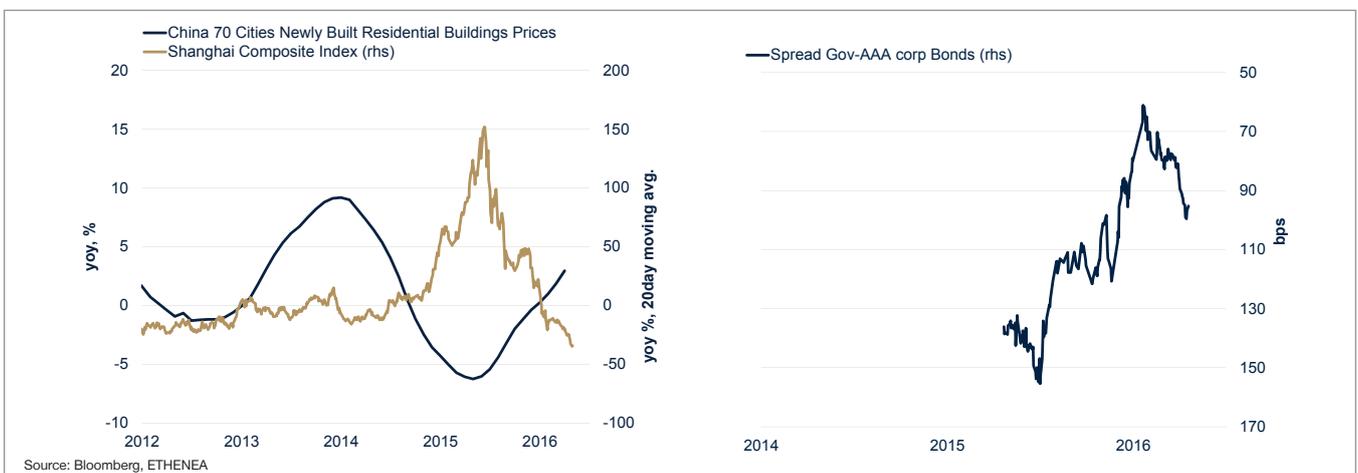
Eine weitere Nebenwirkung der massiven Liquiditätsspritzen ist der im ersten Teil dieses Marktkommentars beschriebene unberechenbare Wechsel zwischen Euphorie und Depression, der über alle Anlageklassen hinweg beobachtet werden kann. Wie Grafik 15 zeigt, erlebte nach dem Wohnungsmarkt der Aktienmarkt im letzten Jahr seinen *Boom-Bust-Zyklus*. Und während die Stimmung im Anleihenmarkt gegenwärtig zu kippen scheint, bricht der Wohnungsmarkt in Richtung einer neuen Rallye auf.

Die übermäßige Liquidität führt aber nicht nur zu einer zunehmenden Instabilität der Finanzmärkte, sie stellt auch für die Banken ein Problem dar. Da in den letzten Jahren viele Kredite politisch motiviert waren und nicht auf Profitabilitätskriterien beruhten, haben einige Industrien nun Schwierigkeiten, ihre Schulden zu bedienen. Die direkte Folge davon ist, dass sich die Bilanzen chinesischer Banken aufgrund eines Anstiegs notleidender Kredite verschlechtert haben. Solange sie diese Kredite refinanzieren können, kann der Kreditzyklus ausgedehnt werden. Irgendwann werden sie aber einen beträchtlichen Anteil abschreiben müssen, um nicht zu *Zombie-Banken* nach japanischem Vorbild zu mutieren.

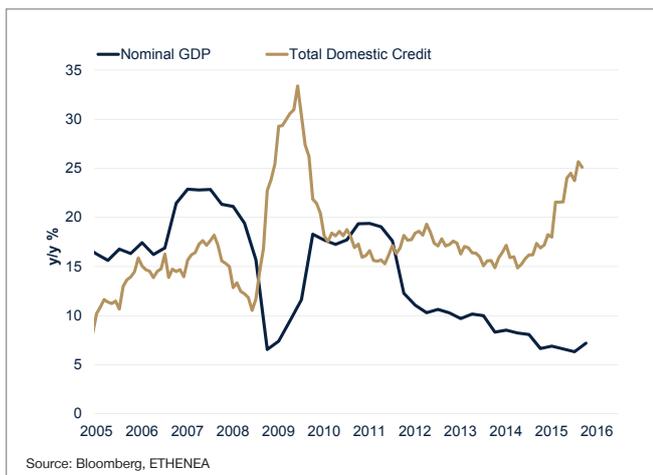
In fundamentaler Hinsicht schwächelt der chinesische Patient, sobald man ihm seine Liquiditätsspritzen verwehrt. Es ist klar, dass das Land ohne das stimulierende Medikament nicht dasselbe Wachstumstempo halten kann. China scheint jedoch eine Neuausrichtung mit einem nur sehr langsamen (in den Augen der westlichen Welt nicht wahrnehmbaren) Kreditentzug anzustreben, anstatt einen harten Entzug. Für den Patienten sowie für jeden, der mit ihm interagiert, ist dies sicherlich angenehmer. Wir sind uns jedoch der Tatsache bewusst, dass jeder Rückfall in ein kreditfinanziertes Hochgefühl, wie wir es



Grafik 14: Erste Abflüsse haben sich nach der Wechselkursbewegung im August beschleunigt\*



Grafik 15: Verschiedene Asset-Blasen entstehen mit zunehmender Geschwindigkeit seit 2013



Grafik 16: Kreditaktivität hat sich seit Q1 2015 beschleunigt

gegenwärtig erleben (Grafik 16), den späteren Entzug und die Neuorientierung erschweren. Da sich die Lage des Patienten bisher noch nicht verbessert hat, verfolgen wir weiterhin einen vorsichtigen Ansatz und erfreuen uns an der guten Stimmung während seinen besseren Tagen.

### Schlussfolgerung

Jeder Patient hat seine eigene Krankheitsgeschichte und muss daher individuell behandelt werden. Die drei zuvor erwähnten Patienten befinden sich nicht im gleichen Zustand. Der Konjunkturzyklus in den USA ist weit fortgeschritten und die aktuelle Verlangsamung ist wahrscheinlich nur ein Zeichen dafür, dass er seinen Höhepunkt bereits erreicht hat. Die Auswirkungen auf die Gewinne sind allerdings deutlich zu erkennen. In Europa wiederum verbessern sich die Fundamentaldaten, doch die politischen Unsicherheiten bleiben weiter bestehen. Zu guter Letzt verschlechtern sich in China zwar die Fundamentaldaten, doch die chinesischen Heilmittel scheinen zumindest kurzfristig Wunder zu bewirken. Vor diesem Hintergrund bleiben wir vorsichtig, nutzen jedoch die positive und optimistische Stimmung wenn die Patienten guter Dinge sind. Wir vergessen dabei jedoch nicht, dass diese Stimmung auch wieder schnell ins Gegenteil kippen kann.



### Autor >>

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

# Positionierung der Ethna Funds >>



## Ethna-DEFENSIV

Im aktuellen Umfeld, in dem die Risiken sich auf der negativen Seite konzentrieren, behalten wir unseren umsichtigen und vorsichtigen Ansatz bei. Da sich jedoch das unmittelbare Risiko im Zusammenhang mit China, welches zu Jahresbeginn die Märkte stark verunsicherte, in den letzten Monaten deutlich reduziert hat, haben wir uns entschieden, eine kleine Position im Aktienbereich zu eröffnen. Dies steht nicht im Widerspruch zu unserem vorsichtigen Ansatz, da diese Position auf Portfolioebene zu einer Verbesserung des gesamten Risiko-Ertrag-Verhältnisses beiträgt.

Auf der Anleienseite setzen wir unseren *qualitätsorientierten* Ansatz fort, indem wir weiter Investitionen in Anleihen mit Investment-Grade-Rating übergewichten und ausbauen. Wir bleiben dabei stark in USD-denominierten Unternehmensanleihen investiert, da diese eine höhere Liquidität und einen attraktiven Zinsvorteil gegenüber vergleichbaren EUR-denominierten Anleihen aufweisen, auch nach Berücksichtigung der Kosten für die Währungsabsicherung. 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. Für unsere Investitionsentscheidungen sind neben dem Rating auch eine solide Bilanz, ein bewährtes Geschäftsmodell, starke Cashflows sowie weitere Kennzahlen wichtig, um das Risiko und die Volatilität im Portfolio gering zu halten.

Während wir in den letzten Monaten auf der Aktienseite sehr vorsichtig waren, haben wir uns aktuell dazu entschieden, eine kleine Position zu eröffnen, da sich das Risiko von Extremzenarien (eine *harte Landung* in China) signifikant reduziert hat. Wir bleiben jedoch vorsichtig und bereit, die Position jederzeit wieder zu schließen. Im Gegensatz zu den anderen Fonds, welche sich auf die gezielte Auswahl von Einzeltiteln konzentrieren, nutzt der Ethna-DEFENSIV aktuell Futures für seine Aktienallokation. Dies hat zwei Gründe:

- 1) Die sehr hohe Liquidität und Möglichkeit, die Position jederzeit wieder zu schließen.
- 2) Der Zugang zu einem stark diversifizierten Aktienexposure.

Auf der Währungsseite wurden während des Monats nur marginale Änderungen vorgenommen. In Folge der Aufwer-

tung des NOK, parallel zur Bewegung des Ölpreises, haben wir uns entschieden, Gewinne zu realisieren und die Position zu schließen. Unsere Allokation in USD haben wir indessen beibehalten, da sie in unserer strategischen Positionierung zur Reduktion der Volatilität des Gesamtportfolios beiträgt. Zudem sehen wir weiterhin die Möglichkeit für zwei Zinserhöhungsschritte in den USA in diesem Jahr und damit auch weiteres Aufwertungspotenzial für den USD.

## Ethna-AKTIV

Während sich die Märkte im April stabilisiert und gefestigt haben, haben wir unseren umsichtigen und vorsichtigen Investmentansatz aus den folgenden Gründen weiter verfolgt:

- 1) Die aktuellsten mikro- und makroökonomischen Zahlen weisen auf eine kontinuierliche Verlangsamung der Wirtschaft hin, insbesondere in den USA. Die Risiken befinden sich dabei mehrheitlich auf der negativen Seite, trotz der anhaltenden Unterstützung durch die Zentralbanken.
- 2) Die Volatilität innerhalb eines Handelstages blieb vorerst hoch. Während sie zwischen den Handelstagen im Vergleich zu Februar abgenommen hat, waren Bewegungen von 200 bis 300 Basispunkten innerhalb eines Tages noch regelmäßig zu beobachten.
- 3) Unser Ziel, die Volatilität und die Negativrisiken in diesem unsicheren Umfeld zu begrenzen.

Entsprechend setzten wir im Anleihenbereich unseren *qualitätsorientierten* Ansatz fort und haben unser Exposure an Non-Investment-Grade-Anleihen daher weiter reduziert. Gleichzeitig haben wir unsere Allokation an Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating und US-Treasuries angehoben. Der regionale Fokus der Investitionen bleibt dabei auf USD-denominierten Unternehmensanleihen, da diese weiterhin eine höhere Liquidität und einen attraktiven Zinsvorteil gegenüber EUR-denominierten Anleihen aufweisen, auch nach Berücksichtigung der Kosten für die Währungsabsicherung.

Unsere Nettoaktienquote erhöhte sich leicht im Vormonatsvergleich, während unsere Strategie unverändert blieb: wir sichern also weiterhin unser Engagement im Aktienmarkt ab und investieren selektiv in attraktive Einzeltitel. Der Einsatz von Optionen neben Futures als Absicherung, um unser Ex-

posure zu steuern, erlaubt uns, an einer Aufwärtsbewegung des Marktes teilzuhaben, während das Abwärtsrisiko abgesichert bleibt.

Im Zuge der Erstarkung des EUR im Laufe des Monats haben wir uns entschieden, unsere EUR-Allokation zugunsten von USD und CHF leicht zu reduzieren. Diese Entscheidung beruht auf den folgenden Argumenten:

- 1) Diese Währungsallokationen dienen als Cross-Hedge für andere Positionen im Portfolio und reduzieren somit die Gesamtvolatilität.
- 2) Bisher haben sich die Diskussionen über einen potenziellen Brexit einseitig negativ auf den GBP ausgewirkt, während die negativen Folgen für den EUR soweit unbeachtet blieben.
- 3) Trotz einer Abschwächung der makroökonomischen Indikatoren in den USA sehen wir weiterhin genügend Raum für die Fed, die Zinsen dieses Jahr noch zwei Mal zu erhöhen. Dies würde einen stärkeren USD unterstützen.

## Ethna-DYNAMISCH

Im April taten sich die globalen Aktienmärkte schwer damit, an ihre jüngsten Gewinne anzuknüpfen. Während die europäischen Märkte ihren Rückstand der vergangenen zwei Monate wieder etwas aufholen konnten, schlossen die US-amerikanischen und japanischen Märkte hingegen im Minus, wobei der technologieintensive Nasdaq besonders hart getroffen wurde. Obwohl die Berichtssaison weniger schlecht ausfiel als noch vor einigen Wochen befürchtet, wurde letztendlich bestätigt, dass im breiteren Markt insgesamt wenig Umsatz- und Gewinnwachstum zu verbuchen ist. Wir versuchen, die starken Kursschwankungen und Sektorrotationen im Markt so gut wie möglich abzubilden, doch das Umfeld erschwert es, im Aktienmarkt mit einem ausreichend diversifizierten Portfolio nachhaltig positive Renditen zu erwirtschaften. Dennoch gelang es dem Ethna-DYNAMISCH, auch im April insbesondere aufgrund der

guten Titelauswahl etwas von dem verlorenen Boden zu Beginn des Jahres wieder gut zu machen.

Insgesamt bleiben wir weiterhin relativ vorsichtig positioniert. Auf Aktienseite haben wir unser Bruttoexposure leicht auf knapp unter 63 % reduziert und behalten zugleich unsere aktive Absicherungspolitik bei. Das Nettoexposure lag zum Monatsultimo knapp darunter bei rund 55 %. Geografisch gesehen verteilt sich die Allokation weiterhin größtenteils auf Nordamerika (30 %), gefolgt von Europa (20 %) und Asien (10 %). Wir haben zuletzt etwas Geld von den USA nach Japan und Europa reinvestiert, nachdem sich eine massive Performancelücke zwischen den entsprechenden Märkten geöffnet hatte. Auf Sektorebene haben wir zu Beginn des Monats unser Exposure im Technologiebereich drastisch reduziert, als Anzeichen eines länger anhaltenden Nachfragerückgangs in diesem Sektor deutlich wurden. Somit ist es uns größtenteils gelungen, größere Unfälle auf Einzelaktienebene zu vermeiden.

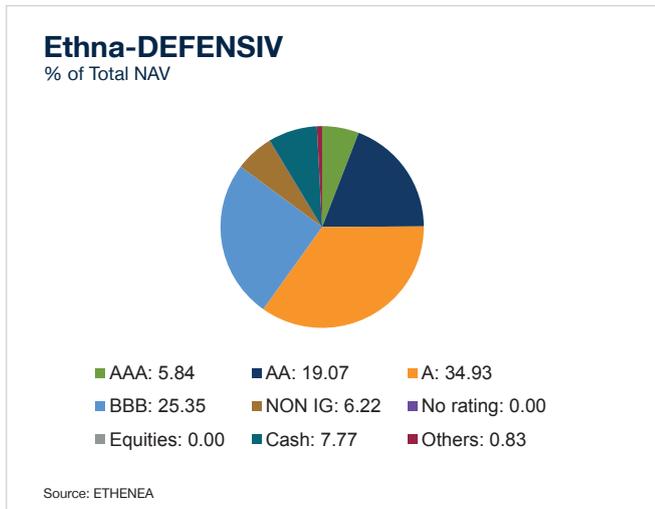
Unser Anleihenportfolio betrug zum Ultimo rund 15 % des Fondsvermögens, mit einer unveränderten Allokation von US-Treasuries (10 %) und High-Yield-Unternehmen (5 %). Wir behalten eine lange Duration des Portfolios (ca. 11,5) als Cross-Hedge für unser Aktienrisiko bei. Während US-Treasuries durch den steigenden Ölpreis in den letzten Wochen unter Druck standen, haben sich unsere wenigen High-Yield-Positionen recht gut entwickelt.

Die Cashquote betrug zum Ultimo rund 21 %. Das gesamte Fremdwährungsexposure des Fonds bleibt mit rund 10 % recht niedrig, da wir weiterhin Aufwertungsdruck auf den Euro sehen. Der Großteil der Währungspositionen dient mit zusammen rund 5 % in USD, GBP, CHF, JPY und KRW als operative Liquidität. Die einzige aktive Währungsposition ist eine neue Gewichtung in NOK von 5 %.

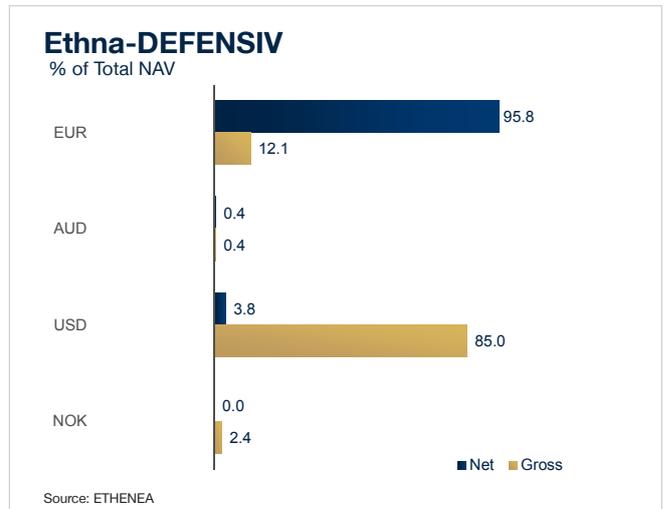
## Autoren >>

### Portfolio Management

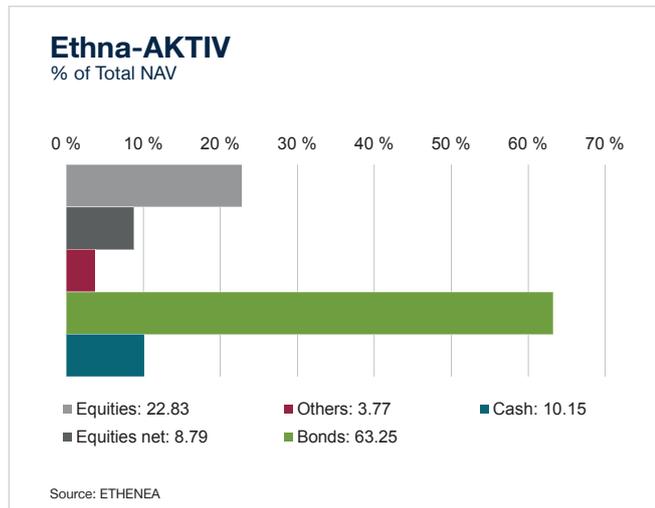
Guido Barthels, Luca Pesarini, Christian Schmitt,  
Niels Slikker, Daniel Stefanetti, Peter Steffen,  
Arnoldo Valsangiacomo und Team



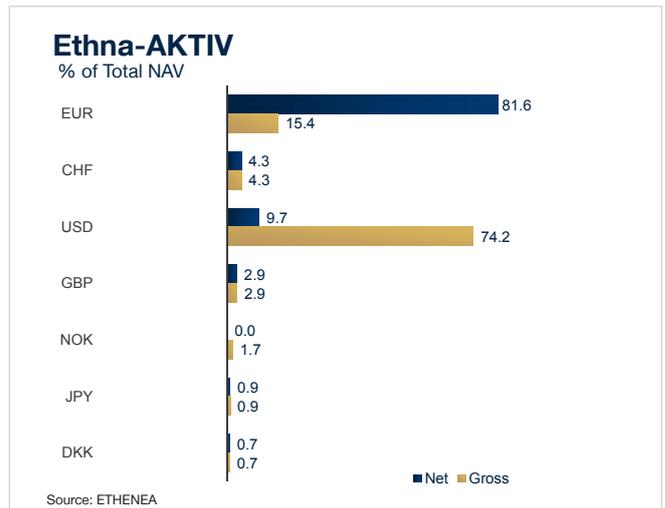
Grafik 17: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV\*



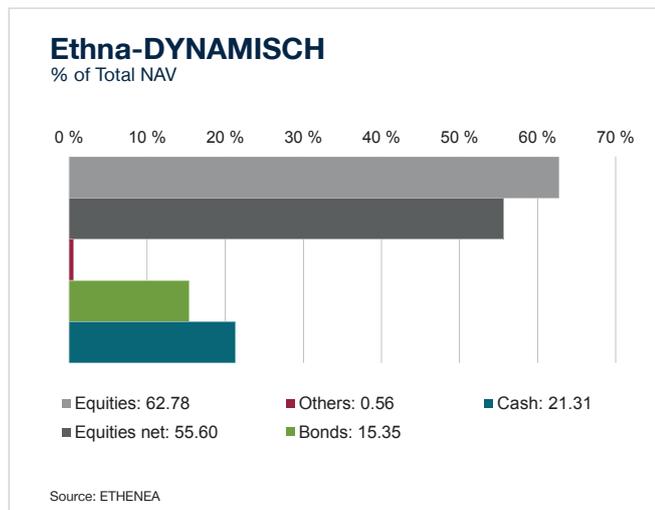
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Währungen\*



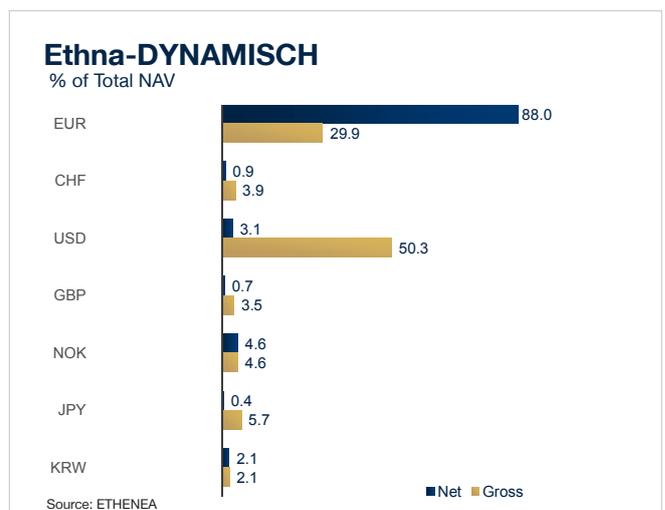
Grafik 18: Portfoliostruktur<sup>4</sup> des Ethna-AKTIV\*



Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Währungen\*

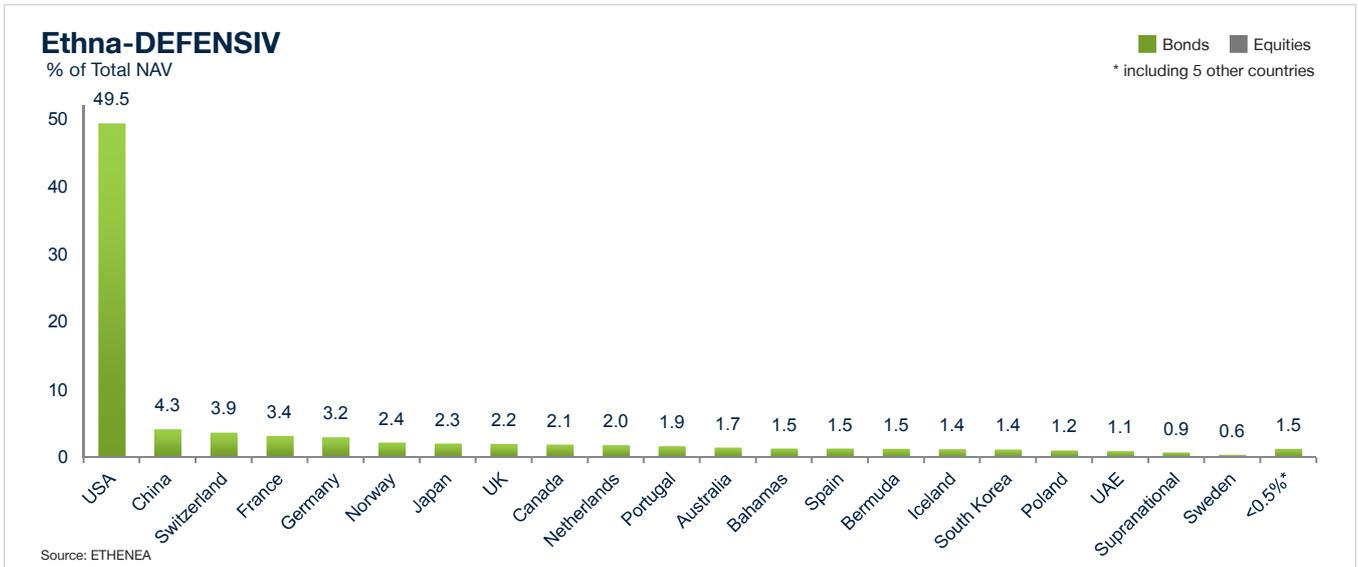


Grafik 19: Portfoliostruktur<sup>4</sup> des Ethna-DYNAMISCH\*

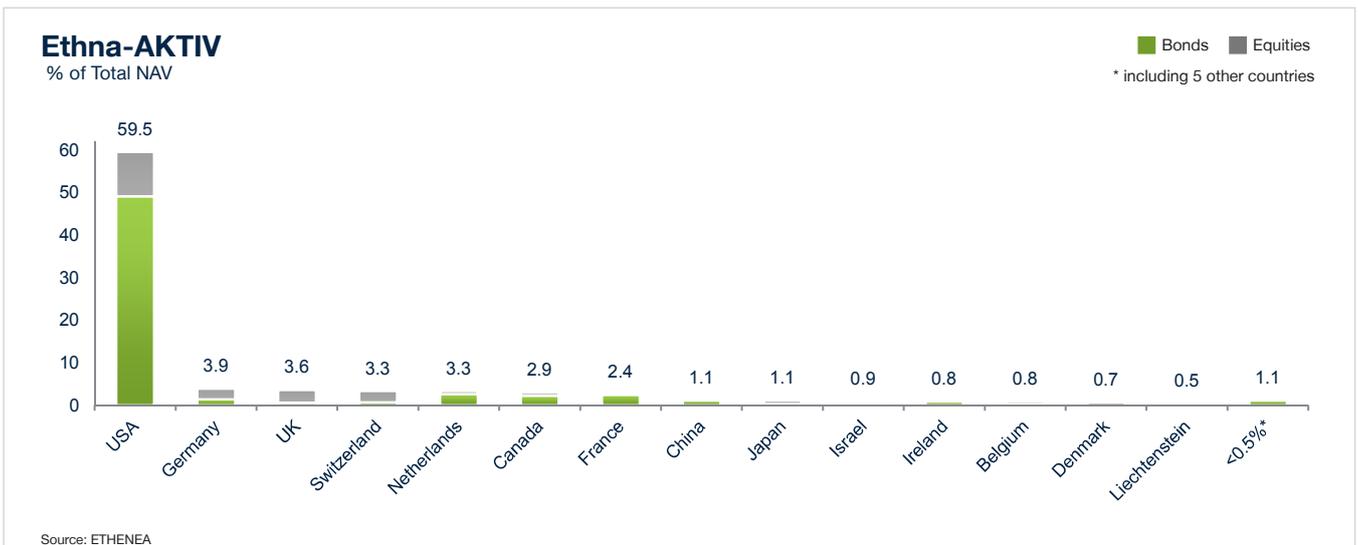


Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Währungen\*

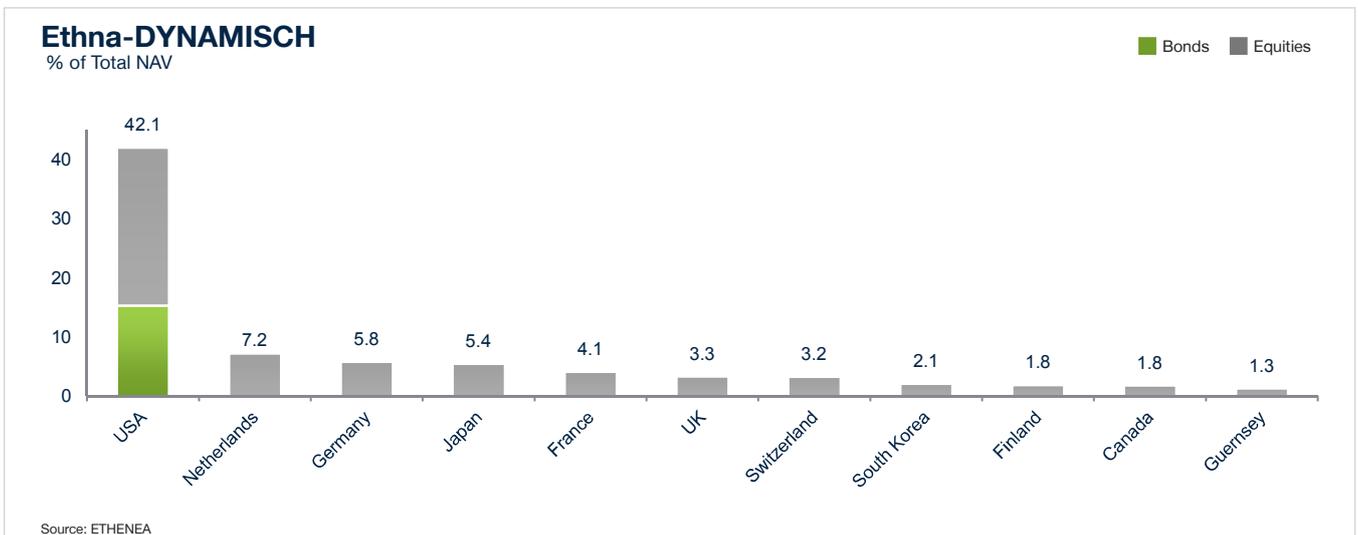
<sup>4</sup> Unter der Position „Cash“ (Liquidität) sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Produktarten mit einem Anteil am Nettoinventarwert von 3% oder kleiner sind unter der Position „Others“ (Sonstige) zusammengefasst. Die Position „Equities net“ (Aktien Netto) beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.



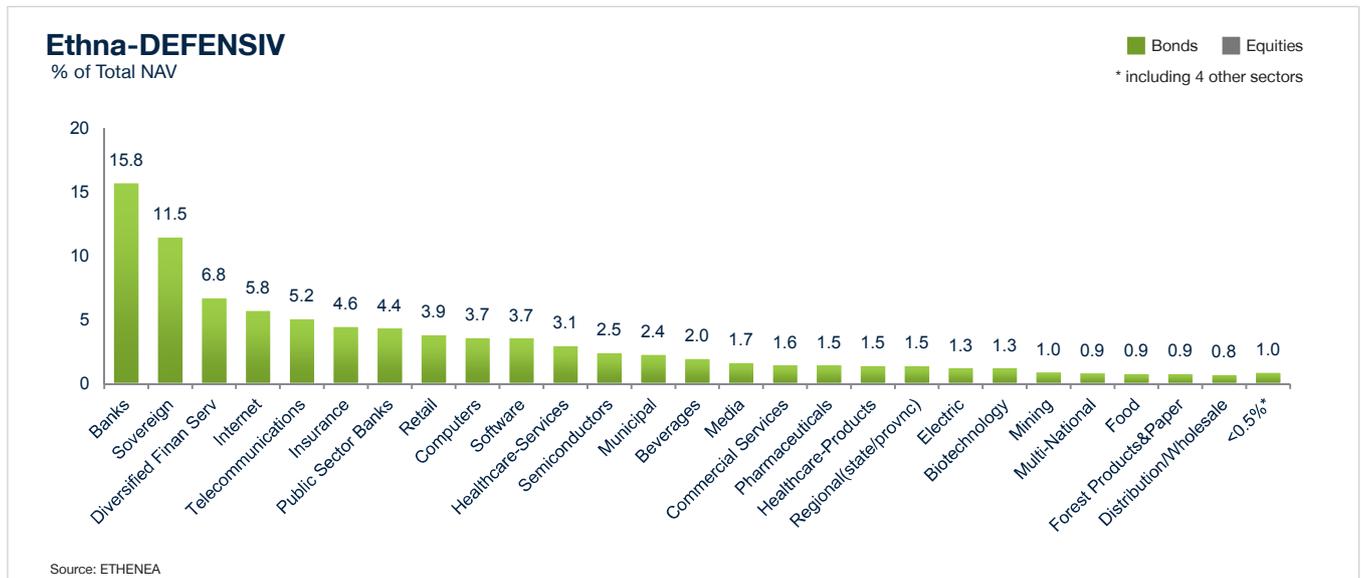
Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft\*



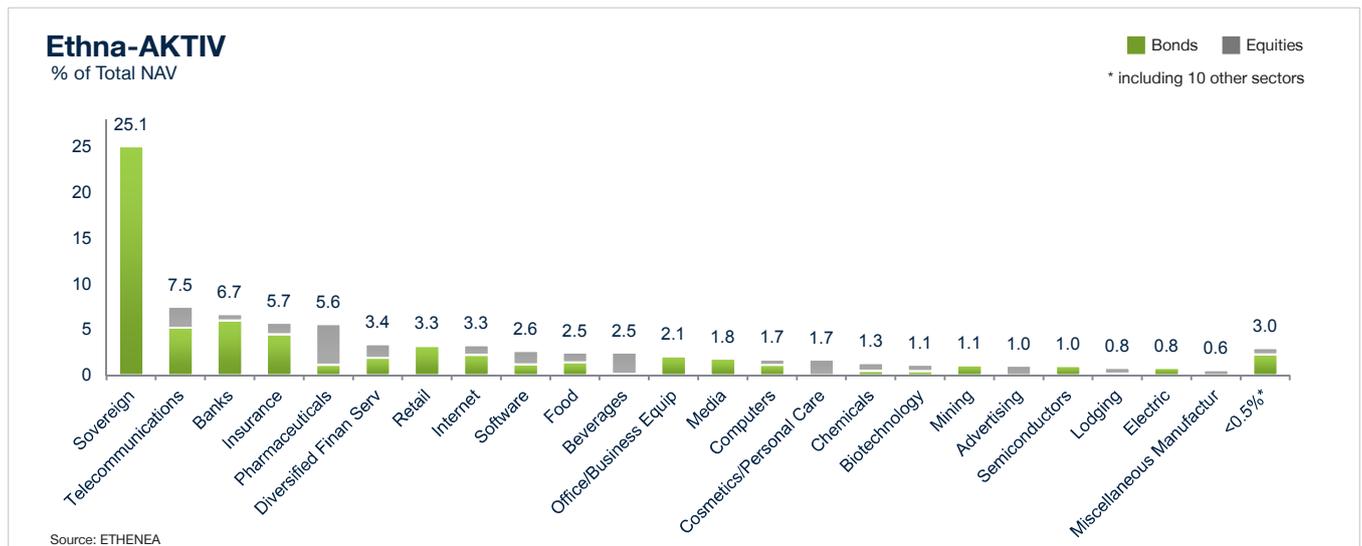
Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft\*



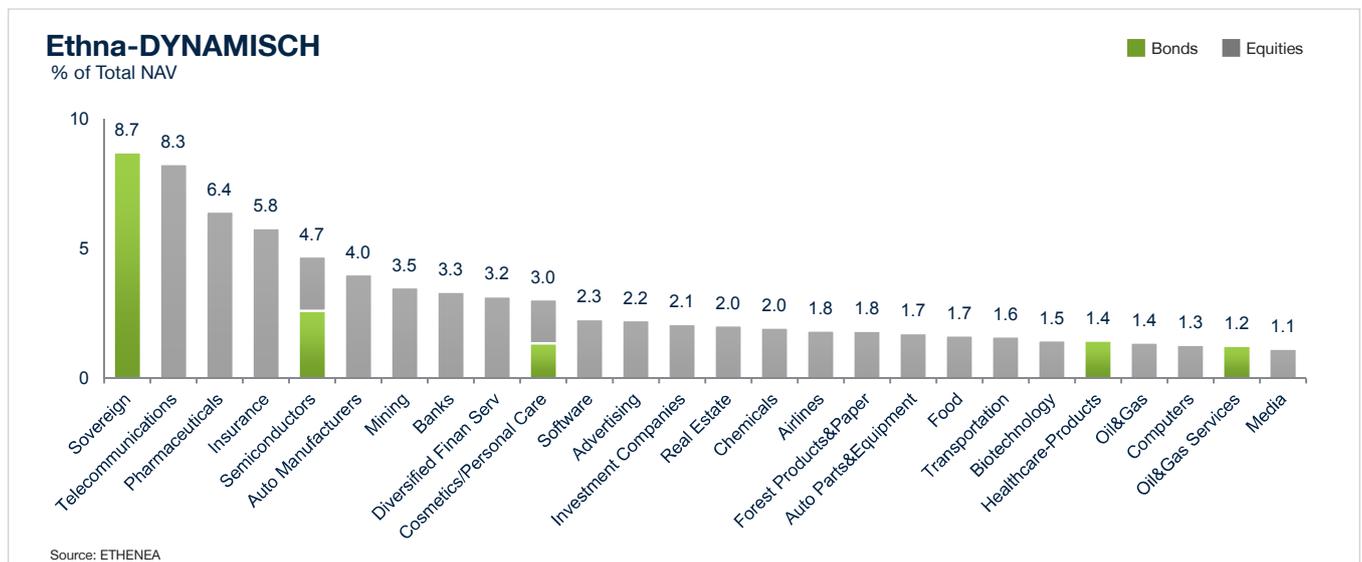
Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft\*



Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Branche\*



Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche\*



Grafik 28: 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, Arnoldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Niels Slikker und Peter Steffen. Außerdem gehören zum Portfolio Management Team (nicht abgebildet): 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, 30.04.2016.