



MARKTKOMMENTAR



To be or not to be?¹

Im Juni geht es in Europa um Einiges – nicht nur um die Fußball-Europameisterschaft. Die internationalen Kapitalmarktakteure werden genau hinschauen, wenn die nächste Runde im Spiel um die Zukunft Europas ausgetragen wird.

Inhalt >>

- >> [To be or not to be?¹](#)
- >> [Makroökonomischer Ausblick](#)
- >> [Positionierung der Ethna Funds](#)





To be or not to be?¹

Im Juni geht es in Europa um Einiges – nicht nur um die Fußball-Europameisterschaft. Die internationalen Kapitalmarktakteure werden genau hinschauen, wenn die nächste Runde im Spiel um die Zukunft Europas ausgetragen wird.

Der alte William Shakespeare mit seinem Hang zum Tragischen hätte seine wahre Freude am heutigen Europa gehabt. Die Brexit-Abstimmung am 23. Juni 2016 scheint laut aktuellen Umfragen wohl nicht mit dem zweifelhaften Erfolg gekrönt zu werden², dass England seinen geografischen Inselstatus auch zum politischen Status erhebt. Allerdings haben Jacques Delors und Helmut Kohl als Altväter der Europäischen Union sicher stark mit den Tränen zu kämpfen. Was ist nur aus der europäischen Idee der Solidarität und Subsidiarität geworden?

Innerhalb der Eurozone brodelt es sogar noch mehr. Rund 70 Jahre nach Ende des Zweiten Weltkrieges erleben rechtsextremistische Parteien nun ihre Renaissance. Die (noch) herrschenden Volksparteien sind mittlerweile ein Schatten ihrer selbst geworden und kämpfen nur mehr Rückzugsgefechte. Die vermeintlichen Griechenland-Hilfen, die mittlerweile die irrsinnige Höhe von fast 250 Milliarden EUR erreicht haben, bewirken alles, außer den Griechen zu helfen. Optimistische Berechnungen behaupten, dass lediglich knapp zehn Milliarden EUR in Griechenland selbst geblieben sind, also 4 %. Der große Rest der sogenannten Hilfen wurde nach der buchhalterischen Sekunde direkt auf die Konten der EZB und anderer

ausländischer Gläubiger gebucht, um den unabwendbaren Staatsbankrott so lange wie möglich hinauszuzögern. In der Wirtschaft nennt man dieses Verhalten Konkursverschleppung. Meines Erachtens ist das eine Straftat. Doch wie sagt man: Wo kein Kläger, da kein Richter. Und in Deutschland, dem einflussreichsten Land der Eurozone, stehen in 17 Monaten Bundestagswahlen an. Die regierenden Parteien würden sicherlich einen noch dramatischeren Stimmenverlust als bisher in Richtung AfD erleiden müssen, wenn die Verantwortlichen die Wahrheit über die Zahlungsunfähigkeit Griechenlands und damit das Versagen der Rettungspolitik eingestehen würden. Ein möglicher Schuldenschnitt würde auch mögliche Begehrlichkeiten anderer, größerer Eurostaaten wecken.³ Nicht auszudenken, wenn Länder von der Größenordnung Italiens anfangen, in diese Richtung zu denken.

Diese unglückliche Situation an der politischen Front weckt sicherlich nicht die Investitionsneigung international agierender Investoren. Das Gegenteil scheint eher der Fall zu sein: Man macht einen großen Bogen um Europas Renten und Aktien, wenn man denn kann. Eher spekulativ agierende Kräfte erzwingen die eine oder andere Rallye an den (noch)

¹ Zu Deutsch: „Sein oder Nichtsein, das ist hier die Frage“ – Zitat aus William Shakespeares Tragödie *Hamlet*. Zu Beginn des Stückes leitet der Protagonist Hamlet mit diesem Satz einen Monolog ein, in dem er darüber nachdenkt, dass er davor zurückscheut entschlossen zu handeln, da er trotz Todessehnsucht und Weltschmerz Angst vor dem Tod hat, Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/Sein_oder_Nichtsein,_das_ist_hier_die_Frage

² An dieser Stelle müssen wir anmerken, dass wir ausnahmsweise darauf hoffen, dass England nicht in der Vorrunde der Fußball-EM ausscheidet (das letzte Gruppenspiel für England findet drei Tage vor der Wahl statt) – nicht, dass dies noch einen kurzfristigen antieuropäischen Schub auslöst.

³ Seltsamerweise wurde beim jüngsten Griechenland-Gipfel als Datum, an dem über die Reduzierung der griechischen Schuldenlast verhandelt werden soll, das Jahr 2018 bestimmt. Das wäre dann nach der Bundestagswahl in Deutschland. Ein Schelm, wer Böses dabei denkt.

nicht manipulierten Aktienmärkten. Die europäischen Rentenmärkte sind ja durch die verschiedenen Ankaufprogramme der EZB auf Renditeniveaus gesunken, die in keinem gesunden Zusammenhang zu den Risiken stehen. Konsequenterweise meiden wir weitestgehend die europäischen Renten als Investition. Auch im Aktienteil unserer Fonds nehmen europäische Werte eine untergeordnete Rolle ein.

Der USD-Raum als Alternative für unsere Anlagen gestaltet sich auch in zunehmendem Maße schwieriger. Die Ankündigungen der FOMC-Mitglieder, die Zinsen (bald) erhöhen zu wollen, rufen beim Markt und seinen Anlegern Magenschmerzen hervor. Sollen die Zinserhöhungen etwa einem möglichen Handlungsverzug der US-Notenbank bei der Inflationsbekämpfung entgegenwirken? Falls ja, bedeutet dies, dass die Fed *behind the curve* ist und somit die Inflation stärker steigen könnte als erwartet, mit den entsprechenden negativen Folgen für Anlagen im langen Bereich der US-Zinskurve. Falls die Zinserhöhungen jedoch lediglich eine Rückkehr Richtung Normalisierung der Geldpolitik darstellen, würden Anlagen am langen Ende der Zinskurve durchaus positiv reagieren, da die US-Fed alles unter Kontrolle hätte und US-Zinsinvestitionen im internationalen Vergleich sehr attraktiv erscheinen würden.

Für Währungen und Aktienmärkte gibt es analoge Argumentationsketten, mit denen der Autor seine Leser nicht langweilen möchte.

Der geneigte Leser merkt auf und hält sich hoffentlich noch einmal den Titel *The Tempest*⁴ unseres diesjährigen ersten Marktkommentars vor Augen, in welchem wir auf die erheblichen Risiken in diesem Anlagejahr hingewiesen haben.

In diesem Umfeld sollten strategische Anlagen sehr engmaschig beobachtet werden und insgesamt sollte das Risikobudget nicht ausgeschöpft werden. Jegliche Daten führen zu einer Neuinterpretation der Situation und damit auch oft zu einer Neubewertung mit volatilen Preisanpassungen, die gemäß Murphy's Law⁵ mit meist negativen Ergebnisbeiträgen zur *bottom line* führen.

Im Hinblick auf die anstehende Fußball-Europameisterschaft lässt sich damit eigentlich nur Eines feststellen: Ball flach halten.



Autoren >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁴ [Klicken Sie hier, um erneut einen Blick auf den Marktkommentar von Januar 2016 mit dem Titel *The Tempest* zu werfen.](#)

⁵ Lebensweisheit, nach der „alles, was schiefgehen kann, auch schiefgehen wird.“; Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/Murphys_Gesetz

Makroökonomischer Ausblick >>

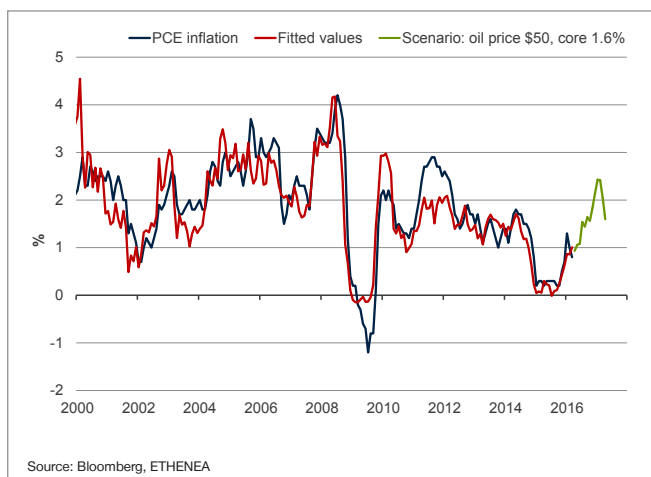
In unserem letzten Marktkommentar haben wir uns ausführlich mit bipolaren Märkten und dem Zustand der für uns wichtigsten Volkswirtschaften befasst, also jenem der USA, der Eurozone und von China. Wir gelangten zu der Schlussfolgerung, dass in einer „tiefen Welt, also einer Welt mit tiefem Wachstum, 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“.

Unsere Einschätzung der Weltwirtschaft hat sich seitdem nicht wesentlich verändert. In den USA ist der Konjunkturzyklus weit fortgeschritten, was mit einer allmählichen Wachstumsverlangsamung einhergeht. Der Privatkonsum, der einzige Wachstumsmotor der US-Wirtschaft, wird durch einen schwächer werdenden Arbeitsmarkt gefährdet. In Europa wiederum, wo der Konjunkturzyklus jünger ist als in den USA, dürfte das Wachstum dank der äußerst akkommodierenden Geldpolitik robust bleiben. Wie üblich finden sich die Risiken in Europa hauptsächlich auf politischer Ebene. Zu guter Letzt repräsentiert die chinesische Wirtschaft das größte Risiko für unser Szenario. Nach einer außergewöhnlichen Trendwende, die von der chinesischen Regierung zu Beginn dieses Jahres durch massive Kreditspritzen für die Wirtschaft, einen massiven fiskalpolitischen Stimulus sowie die strikte Durchsetzung von Kapitalverkehrskontrollen herbeigeführt wurde, steht die Wirtschaft nun wieder auf den Beinen. Allerdings wurde

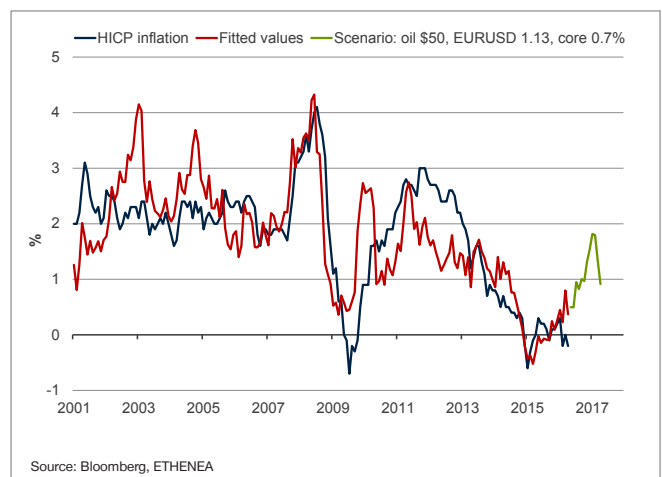
keines der Probleme, denen sie sich gegenübersteht – wie etwa der abschwächende Wachstumstrend, die Überkapazitäten, die hohe Verschuldung und der Übergang von einem durch Investitionen gestützten Wachstum zu einem Wachstum, das vom Konsum getragen wird –, in Angriff genommen. Infolgedessen bleibt China ein großes Risiko, das jederzeit wieder aufflammen kann.

Bevor wir die bekannten Unbekannten erörtern, die den restlichen Verlauf des Jahres bestimmen werden, konzentrieren wir uns auf vier Entwicklungen, die im Mai unsere Aufmerksamkeit auf sich gezogen haben.

Hier also die erwähnten vier Entwicklungen: Erstens erreichte der Ölpreis einen symbolischen Wert von 50 USD pro Barrel – ein Wert, der für viele den Break-Even-Preis in der als Grenzproduzent betrachteten US-Schieferölbranche markiert. Sollte dies der Fall sein, dürfte der Ölpreis auf absehbare Zeit um diesen Wert schwanken. Ein Ölpreisszenario von 50 USD pro Barrel deutet darauf hin, dass die Inflation in den USA im Jahresverlauf schrittweise auf über 2% im Dezember ansteigen sollte (Grafik 1). Auch in Europa würde ein höherer Ölpreis zu einer höheren Gesamtinflation führen (Grafik 2). Auf dieser Seite des Atlantiks ist die Verknüpfung zwischen dem Ölpreis und der Inflation allerdings nicht so eng wie in den USA. Eine Erklärung hierfür liefert der Wechselkurs, der die Bewegungen des US-Dollar-Kurses entweder verstärkt oder ausgleicht.



Grafik 1: Bei 50 USD pro Barrel dürfte die US-Inflation zum Jahresende die 2 %-Marke übersteigen



Grafik 2: In Europa wird ein Inflationsanstieg aufgrund höherer Ölpreise erwartet, doch andere Kräfte belasten diese Prognose

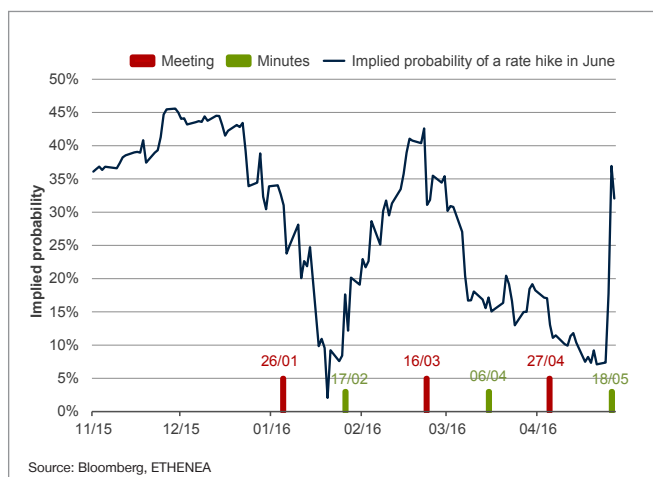
Die zweite Entwicklung wurde am 18. Mai durch die Veröffentlichung des FOMC-Sitzungsprotokolls vom April ausgelöst, das die Möglichkeit einer Zinserhöhung im Juni wieder aufleben ließ. Dies steht im Einklang mit unserem Szenario von zwei Zinserhöhungen in diesem Jahr. Nach Auffassung der Marktteilnehmer stieg die Wahrscheinlichkeit für eine Zinserhöhung im Juni von 7 % auf rund 33 %. Ein Blick auf die Entwicklungen der letzten Monate zeigt, dass es nicht das erste Mal ist, dass die Wahrscheinlichkeit für eine Zinserhöhung im Juni von einem niedrigen Wert auf rund 30 % ansteigt (Grafik 3). Einerseits spiegelt das die Bipolarität der Marktteilnehmer wider. Andererseits zeigt es die Unfähigkeit der mächtigsten Zentralbank der Welt, den Marktteilnehmern ein überzeugendes Szenario zu präsentieren.

Die dritte Entwicklung im Mai war die Einigung zwischen Griechenland und seinen Gläubigern. Obwohl es kein Geheimnis ist, dass sich die Lage in Griechenland nicht wesentlich verändert hat und die griechische Regierung insolvent ist, ist sie nicht mehr illiquide, da sie gerade einen weiteren Scheck von mehr als 10 Milliarden EUR bekommen hat, um Rückzahlungen an die EZB und den IWF leisten und ihren Liquiditätsbedarf bis zum Ende des Jahres decken zu können. Es wurde eine Diskussion über einen möglichen Schuldenerlass begonnen, doch die europäischen Gläubiger blieben in der Defensive, was bedeutet, dass Griechenlands Schulden so untragbar bleiben wie zuvor. Diese Einigung hat den Vorteil, dass sie bereits im Vorfeld die politischen Spannungen in Europa vermindert, das stark durch die für 2017 sowohl in Deutschland als auch in Frankreich bevorstehenden Wahlen des neuen Staatsoberhauptes geprägt ist.

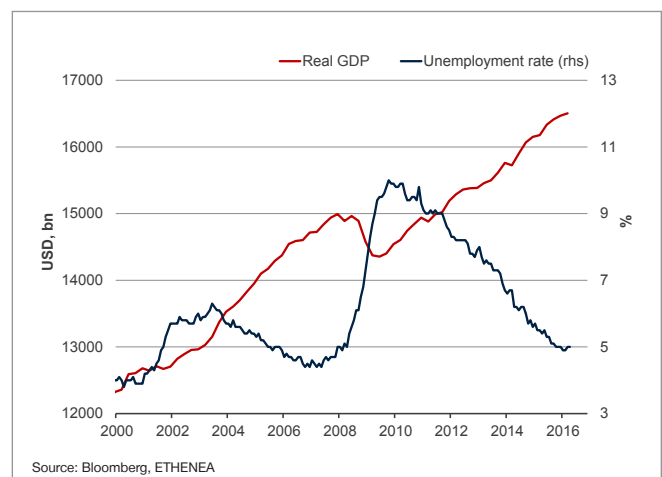
Schließlich hat Donald Trump genügend Delegierte gewonnen, um sich die Nominierung als Präsidentschaftskandidat bei den Republikanern zu sichern. Dieses Ergebnis hat vor noch nicht allzu langer Zeit praktisch niemand erwartet.

Auch die US-Wirtschaft hat ihren Weg aus der großen Rezession herausgefunden. Das BIP liegt heute 10 % über seinem Spitzenwert von vor der globalen Finanzkrise und die Arbeitslosenquote liegt bei gerade einmal 5 % (Grafik 4). Wer würde auf Basis dieser Statistiken schon behaupten, dass die Demokraten in den letzten acht Jahren schlechte Arbeit geleistet haben? Warum also schneidet der Populismus in den USA so gut ab? Diese Art der Politik gewinnt allerdings auch im Vereinigten Königreich und in Europa an Dynamik und weist auf die Zunahme sozialer Ungleichheit und den Mangel einer Vision in der westlichen Welt hin. Die Globalisierung und die Wohlstandsunterschiede werden für gewöhnlich als Gründe für diese Unzufriedenheit genannt. Würde sich die Politik stärker inlandsorientierten politischen Strategien und einer gleichmäßigeren Umverteilung zuwenden, würde damit die Gewinnerzielung der Unternehmen potenziell in Gefahr geraten. Andererseits könnte eine gleichmäßigere Verteilung der Erträge den Konsum fördern und in den kommenden Jahren für zusätzliches Wachstum sorgen. Wir werden die Wahlen in Europa und den USA jedenfalls genau verfolgen, da uns die neue politische Landschaft Auskunft über die Entwicklungen des nächsten Jahrzehnts geben könnte.

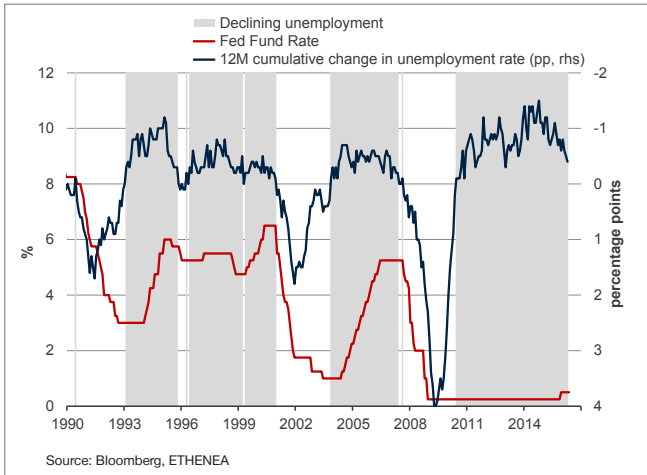
Was der Rest des Jahres an Überraschungen für uns bereithält, ist per Definition unmöglich vorherzusagen. Es gibt allerdings einige bekannte Unbekannte, die die Marktteilnehmer mit Sicherheit auf Trab halten werden. Alles beginnt am 15. Juni, wenn die US-Notenbank zum zweiten Mal in diesem Zyklus die Zinsen erhöhen oder aber von einer Zinserhöhung absehen wird. Die Bedingungen für eine Zinserhöhung sind unserer Meinung nach erfüllt, da die Arbeitslosenquote der Vollbeschäftigung gleichkommt und die Kerninflation nicht nur steigt sondern bereits nahe der Zielquote ist. Grafik 5 zeigt, dass die Fed in diesem Zinserhöhungszyklus sehr stark hinter der Kurve zurückbleibt. In den letzten 25 Jahren begann die Fed ihren Zinserhöhungszyklus jeweils in den zwölf Mo-



Grafik 3: Zinserhöhung im Juni oder nicht?



Grafik 4: Hohe Aktivität und niedrige Arbeitslosigkeit in den USA



Grafik 5: Es ist nicht zu spät, die Zinsen zu erhöhen

naten nach Beginn eines Rückgangs der Arbeitslosigkeit (diese Abschnitte sind in Grafik 5 grau dargestellt). Nach diesen simplen Kennzahlen hätte die Fed die Zinsen vor Juni 2011 zum ersten Mal erhöhen sollen, also schon vor fünf Jahren. Verstehen Sie uns nicht falsch – wir sagen nicht, dass die Fed einen Fehler gemacht hat und die Zinsen schon viel früher hätte erhöhen sollen, insbesondere weil diese Kennzahlen nicht die Tiefe der letzten Rezession berücksichtigen. Was wir sagen möchten, ist, dass der US-Arbeitsmarkt, gemessen an der Dynamik der Arbeitslosigkeit (in Grafik 5 als blaue Linie dargestellt), an Schwung verliert. Dies bestätigt unsere Ansicht, dass sich der US-Konjunkturzyklus in seiner späteren Phase befindet und dass sich der Fed ein möglicherweise kurzes Zeitfenster bietet, um die Zinsen jetzt zu erhöhen.

Ein paar Tage später, am 23. Juni, wird das Ergebnis des Brexit-Referendums bekanntgegeben. Die Umfrageexperten mühen sich herauszubekommen, wie das Ergebnis ausfallen könnte. Bislang herrscht zumindest Einigkeit darüber, dass das Ergebnis ungewiss ist. Wir möchten diesem Thema hier aber sowieso nicht so viel Raum widmen, da unser Portfolio Manager Guido Barthels auf den vorangehenden Seiten ausführlich darüber geschrieben hat. Wir glauben, dass es keinen Brexit geben wird. Darauf wird wiederum ein anderes europäisches Ereignis folgen, die spanischen Wahlen, die am 26. Juni stattfinden sollen.

Wenn sich die europäische Wirtschaft weiterhin so entwickelt wie bisher und die politische Agenda den Wachstumskurs nicht aus der Bahn wirft, könnten die Entscheidungen der EZB

in der zweiten Jahreshälfte eine neue Richtung bekommen. Stellen Sie sich einmal vor, die Deflationsängste schwinden, weil sich beispielsweise der Ölpreis stabilisiert hat, und die Wirtschaft der Eurozone wächst weiterhin mit einer Rate, die über ihrem potenziellen Wachstum liegt, sodass die Arbeitslosigkeit weiter sinkt. Dann könnte die Frage real werden, ob man das quantitative Lockerungsprogramm nach März 2017 ausweitet, beibehält oder vermindert. Obwohl ein europäisches *Taper Tantrum* verfrüht sein dürfte, wenn auch nicht unmöglich, würde eine Ausweitung des QE aus unserer Sicht, im Gegensatz zu der von Ökonomen überwiegend vertretenen Meinung, in diesem Szenario nicht viel Sinn machen.

Im weiteren Jahresverlauf wird am 8. November das große US-Duell zwischen Trump und (der noch immer nicht offiziell nominierten) Clinton stattfinden. Wir freuen uns schon auf den Ausgang dieses Duells. In einer Welt, in der die *Neue Normalität* das allumfassende Konzept ist, das rational nicht erklärbar ist, ist eine politische Neue Normalität nicht mehr undenkbar. Etwa einen Monat nach der US-Wahl wird sich die Fed zum letzten Mal in diesem Jahr treffen (am 14. Dezember). Warum sollte sie nicht beschließen, die Zinsen erneut zu erhöhen, da die US-Inflation zu diesem Zeitpunkt über 2% liegen dürfte?

Das zweite Halbjahr 2016 liegt noch vor uns. Wir wissen bereits, dass die nächste Jahreshälfte voller politischer und geldpolitischer Entscheidungen sein wird, die für den Kurs vom Rest des Jahres entscheidend sein werden. Wir haben auch gelernt, dass die Märkte unbeständig sind und zwischen Euphorie und Depression hin und her schwanken, da in einer tiefen Welt der Grat zwischen diesen beiden Welten schmal ist.

Vor diesem Hintergrund bleiben wir vorsichtig und behalten die Entwicklungen in China genau im Auge, auch wenn die Marktteilnehmer ihnen seit der außerordentlichen Trendwende zu Beginn des Jahres keine Beachtung mehr schenken.

Autor >>

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

Positionierung der Ethna Funds >>



Ethna-DEFENSIV

Aufgrund von doppeldeutigen makroökonomischen Daten, insbesondere in den USA, wo die Entwicklung am Immobilien- und Arbeitsmarkt weiterhin positiv ist, während nach dem Industrie- nun auch der Dienstleistungssektor Anzeichen für eine wirtschaftliche Verlangsamung aufzeigt, blieb die *Inter-* und *Intraday*-Volatilität an den Märkten auch im Mai sehr hoch. Mit dem anstehenden Brexit-Referendum im Juni sowie dem FOMC-Meeting kurz davor, welches auf die Frage antworten wird, ob die Märkte derzeit nicht den Willen einer schrittweisen Normalisierung der Zinsen der Fed unterschätzen, erwarten wir, dass sich diese Entwicklung der hohen Unsicherheit und Volatilität nahtlos im Juni fortsetzt, wenn nicht sogar verstärkt. Folglich behalten wir unsere umsichtige und defensive Positionierung bei und legen den Fokus weiterhin auf die Risikominimierung.

Entsprechend haben wir unseren *qualitätsorientierten* Ansatz fortgesetzt und unser Exposure an Anleihen mit sehr guter Bonität (A- oder höher) weiter ausgebaut, während wir im Gegenzug den Bestand an Anleihen mit niedrigerem Rating weiter reduziert haben. Hierbei präferieren wir weiterhin USD-denominierte Anleihen, da diese neben einer höheren Liquidität zusätzlich einen höheren Basiszinssatz und einen adäquaten Aufschlag für unternehmensindividuelle Faktoren bieten (Credit Spread). Insbesondere die Antizipation des im Juni beginnenden *Corporate Sector Purchase Programme* der EZB hat diesen Aufschlag im EUR-Raum insoweit verzerrt, dass es nur noch vereinzelt Opportunitäten gibt, die adäquate Renditen bieten.

Während wir Ende April kurzzeitig unsere Nettoaktienquote erhöht haben, haben wir diese aufgrund unserer vorsichtigen Markteinschätzung im Monatsverlauf geschlossen und Gewinne realisiert. Ähnlich sieht unsere Positionierung auf der Fremdwährungsseite aus, wo wir in Folge der FOMC-Protokolle die USD-Stärke genutzt haben, um Gewinne zu realisieren und unser EUR-Exposure wieder auszubauen.

Ethna-AKTIV

Nachdem der US-Aktienmarkt Mitte April wieder an seinem Allzeithoch gekratzt hat, gab es in den Mai hinein zunächst einen Rücksetzer. Das Sentiment der Investoren ist zuletzt immer stärker in den neutralen Bereich gewandert und

scheint nur noch auf eine Möglichkeit zum Ausbruch nach oben oder unten zu warten. Zum Monatsende hin haben starke Datenpunkte vom US-amerikanischen Häuser- und Arbeitsmarkt sowie höhere Konsumentenausgaben die Märkte wieder an das obere Ende ihrer Handelsspanne herangetragen. In den Sommer hinein sehen wir mit dem Zinsentscheid der Fed, dem Referendum in Großbritannien sowie China als große Unbekannte nach wie vor erhebliche Risiken. Wir haben uns den Monat über dementsprechend ruhig verhalten und legen den Fokus weiterhin auf die Risikominimierung.

Entsprechend unserer umsichtigen Positionierung setzen wir im Ethna-AKTIV unseren *qualitätsorientierten* Ansatz im Anleiheportfolio weiterhin fort. Folglich bevorzugen wir weiterhin Staatsanleihen sowie qualitativ hochwertige USD-denominierte Unternehmensanleihen (Investment-Grade) aus defensiven Branchen. Im Bereich der Non-Investment-Grade-Anleihen sind wir weiterhin untergewichtet und nur sehr selektiv unterwegs, wobei wir bestimmte Sektoren ganz meiden. Durch eine zielgerichtete und ausgewogene Allokation ist es uns dennoch gelungen, die laufende Rendite des Portfolios leicht zu erhöhen.

Unsere Nettoaktienquote haben wir gegenüber dem Vormonat nicht signifikant verändert. Angesichts unserer eher vorsichtigen Sicht auf die Märkte fühlen wir uns mit einer Aktienquote von rund 10 % nach wie vor wohl. Gleichzeitig haben wir die Bruttoaktienquote und damit das Basisrisiko deutlich reduziert und unsere Absicherungsstrategie entsprechend adjustiert. Durch den Einsatz von Optionen profitieren wir in steigenden Märkten, während das Risiko im Falle einer Korrektur begrenzt wird.

Auf der Währungsseite haben wir unser USD-Exposure deutlich ausgebaut, da wir aufgrund unseres Basisszenarios mit weiterhin bis zu zwei Zinserhöhungen in 2016 und temporär mit einer Aufwertung des USD rechnen. Zusätzlich dient das USD-Exposure als volatilitätsreduzierendes Instrument im Portfoliokontext hinsichtlich unserer USD-denominierten Anleihen- und Aktieninvestitionen.

Ethna-DYNAMISCH

Die globalen Aktienmärkte schienen im Mai zunächst der alten Börsenweisheit des *Sell in May* zu folgen. Wie die meis-

ten Investoren erlitten auch wir Anfang des Monats einige Verluste, vor allem in Folge einiger enttäuschender Quartalsberichte im Gesundheitswesen. Und vor dem Hintergrund vielfältiger Makrorisiken – wie etwa Brexit, Chinas Schuldenproblem, Griechenlands Dauerpleite, das globale Rohstoffüberangebot, Chaos in Brasilien und Venezuela, Terror und Krieg im Mittleren Osten, um nur einige zu nennen – ist eine gewisse Skepsis gegenüber Aktien inzwischen ohnehin an der Tagesordnung. Die Meldungen, dass die Nettomittelabflüsse aus Aktien auf Jahressicht bereits im dreistelligen Milliardenbereich liegen, sind da wenig überraschend. Trotzdem erholten sich die Märkte gegen Monatsende wieder, was unweigerlich die Frage aufwirft: sind die vorgenannten Risiken bereits eingepreist? Zum Teil sind sie es sicherlich, denn jede positive Nachricht – seien es Umfrageergebnisse zu einer niedrigeren Brexit-Wahrscheinlichkeit oder die nächste Überweisung nach Griechenland – wird von einer hektischen Short-Covering-Rally begleitet. Nichtsdestotrotz bleiben wir extrem vorsichtig und versuchen, uns von den offensichtlichen Gefahrenquellen fernzuhalten. China halten wir in diesem Zusammenhang unverändert für die größte Unbekannte und der Rohstoffsektor ist für uns daher weiterhin kaum investierbar. Doch übertriebener Pessimismus scheint auch nicht gerechtfertigt. Europa wächst wieder, die Kauflaune der amerikanischen Konsumenten war zuletzt so gut wie seit dem Beginn der Großen Rezession 2008 nicht mehr und im Gegensatz zum letzten Jahr stehen die Risiken nun wieder prominent in den Zeitungen. Daher bleibt unser Aktienexposure unverändert bei rund 55 % netto (65 % brutto ohne den deltagewichteten Effekt der Put-Optionen). Unser Portfolio weist ein durchschnittliches KGV von 12,5x auf, wobei viele Einzelaktien sich im einstelligen Bereich bewegen und die Gewinne von Cash Flows gestützt sind. Die Bewertungen sind attraktiv und die Bilanzen der von uns ausgewählten Firmen sind ausgezeichnet. Auch regional hat sich wenig verändert. Das Portfolio bleibt mit 30 % in den USA, 25 % in Europa und knapp 10 % in Asien gewichtet. Auf Sektorebene fanden leichte Anpassungen statt: die Gewichtung im Finanzsektor fiel leicht, während die Exposition zu Telekom, Autos und Nahrungsmitteln leicht anstieg.

Auf der Rentenseite haben wir die Gewichtung von 15 % auf rund 20 % erhöht und somit etwas brachliegende Kasse reinvestiert. Wir haben von dem Geld eine weitere neu emittierte 30-jährige US-Staatsanleihe sowie zwei High-Yield-Positionen erworben. Die Hälfte des Rentenportfolios ist weiter in langlaufenden US-Staatsanleihen und die andere Hälfte in individuellen High-Yield-Situationen angelegt. Die Duration ist mit 11,5 Jahren recht hoch, aber es sollte nicht vergessen werden, dass dies nur rund 20 % des Portfolios betrifft und die Duration vorrangig als Diversifikation zu den Aktienrisiken zu sehen ist. Mit einer laufenden Verzinsung von 5,1 % kann das Portfolio außerdem zumindest die Kosten der Währungssicherung deutlich übertreffen, wobei einige der High-Yield-Positionen auch Potenzial für ordentliche Kapitalgewinne aufweisen.

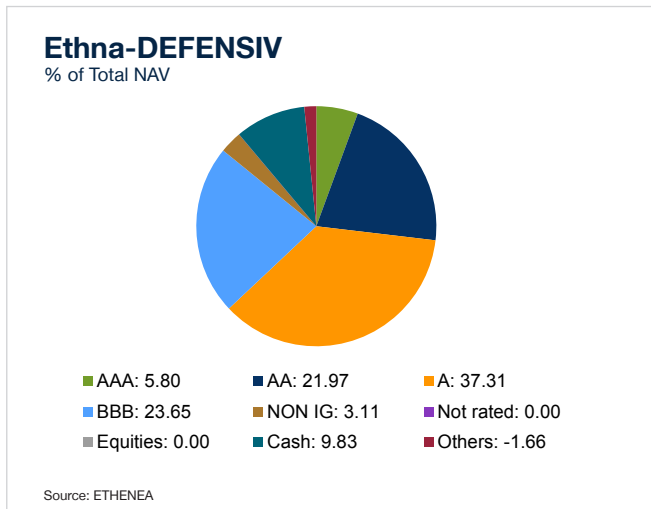
Aufgrund der getätigten Investitionen sank die Kassequote auf etwa 15 %, wovon 5 % in Norwegischen Kronen investiert sind, wo keine Strafzinsen anfallen. Daneben haben wir die Währungshedges auf unser Aktienexposure inzwischen fast vollständig aufgelöst. Dies betraf zuletzt noch insbesondere den US-Dollar. Das Währungsexposure entspricht nun de facto wieder dem zugrunde liegenden Aktienexposure. Von diesem Normalzustand waren wir aufgrund der hohen FX-Volatilität und der extremen Unterbewertung des Euro in den letzten 12 Monaten mehrfach abgewichen. Das Rentenportfolio ist und wird stets voll gehedgt bleiben, soweit es auf Fremdwährungen lautet.



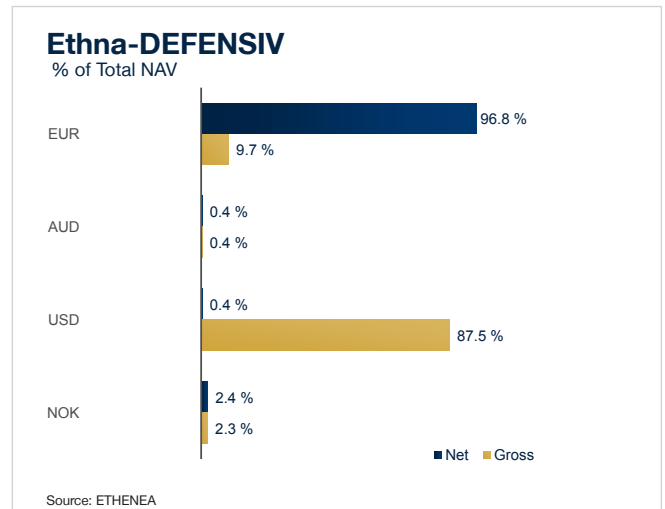
Autoren >>

Portfolio Management

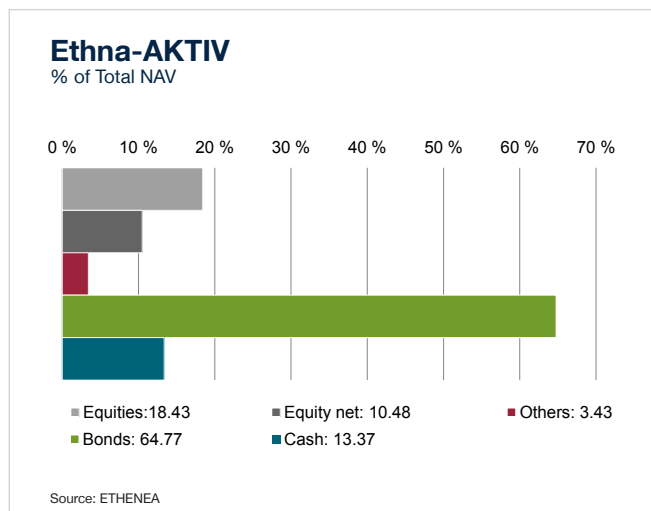
Guido Barthels, Luca Pesarini, Christian Schmitt,
Niels Slikker, Daniel Stefanetti, Peter Steffen,
Arnoldo Valsangiacomo und Team



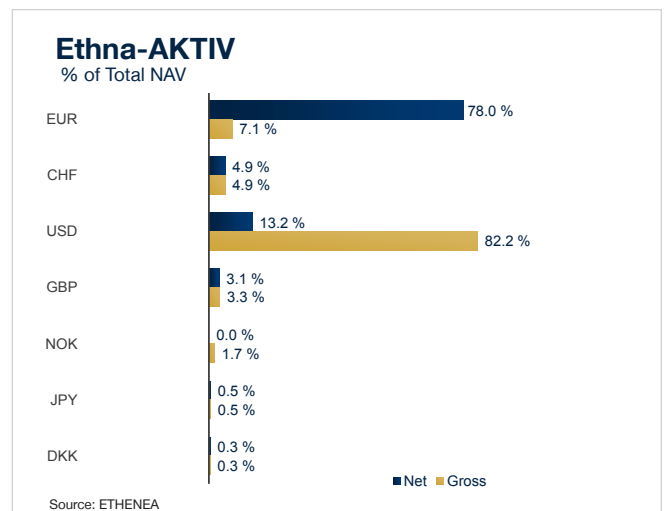
Grafik 6: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV*



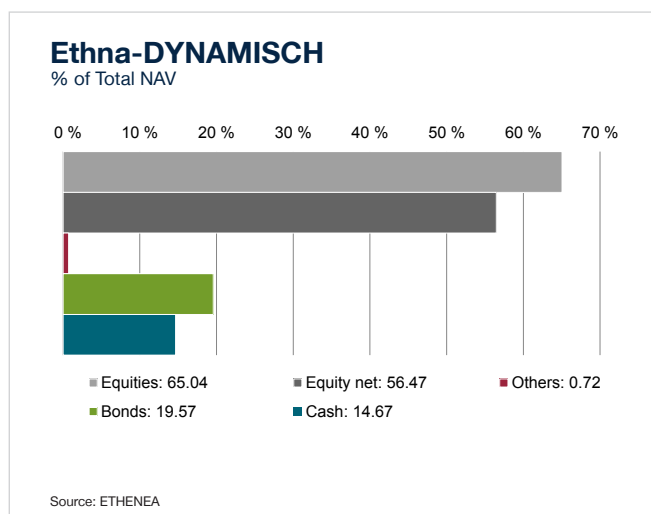
Grafik 9: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Währungen*



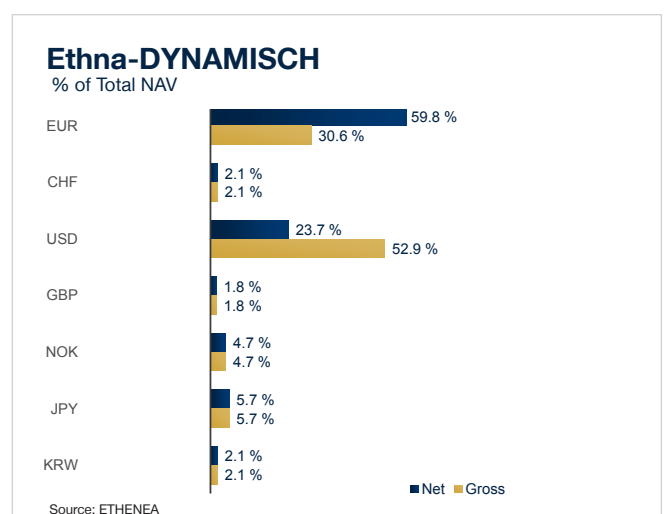
Grafik 7: Portfoliostruktur⁶ des Ethna-AKTIV*



Grafik 10: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Währungen*

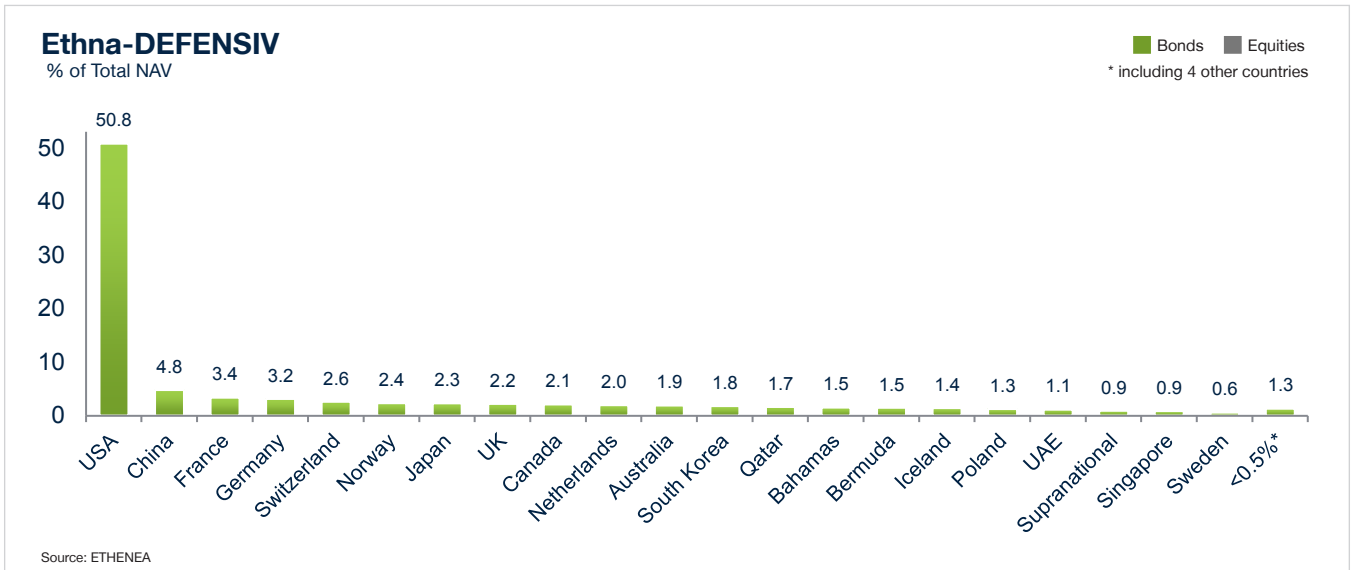


Grafik 8: Portfoliostruktur⁶ des Ethna-DYNAMISCH*

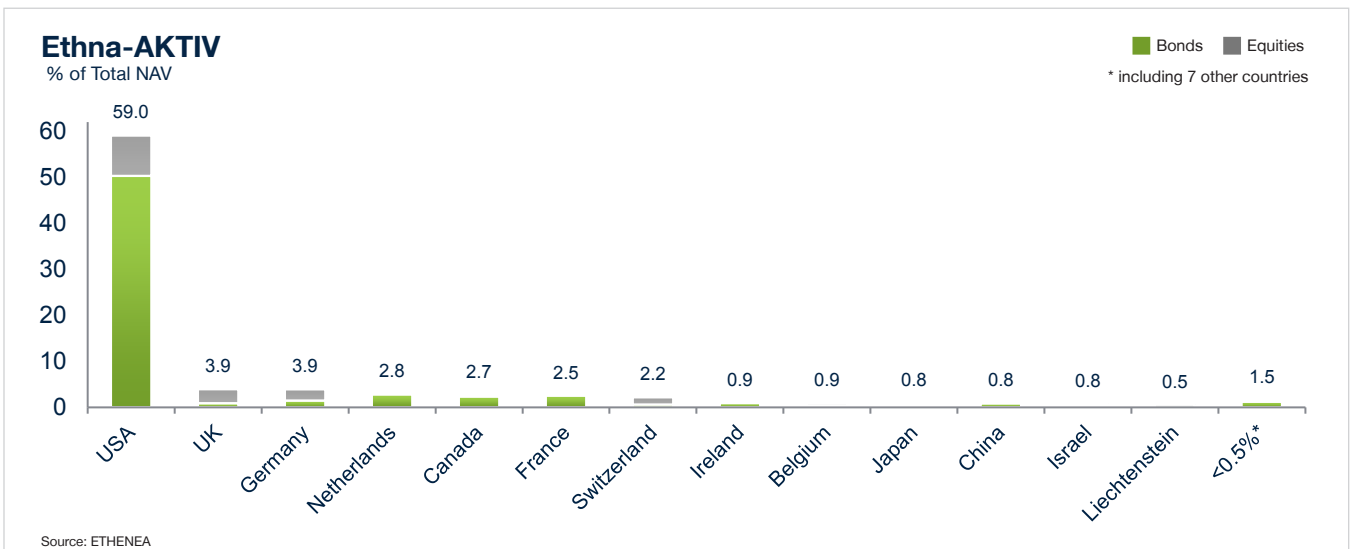


Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Währungen*

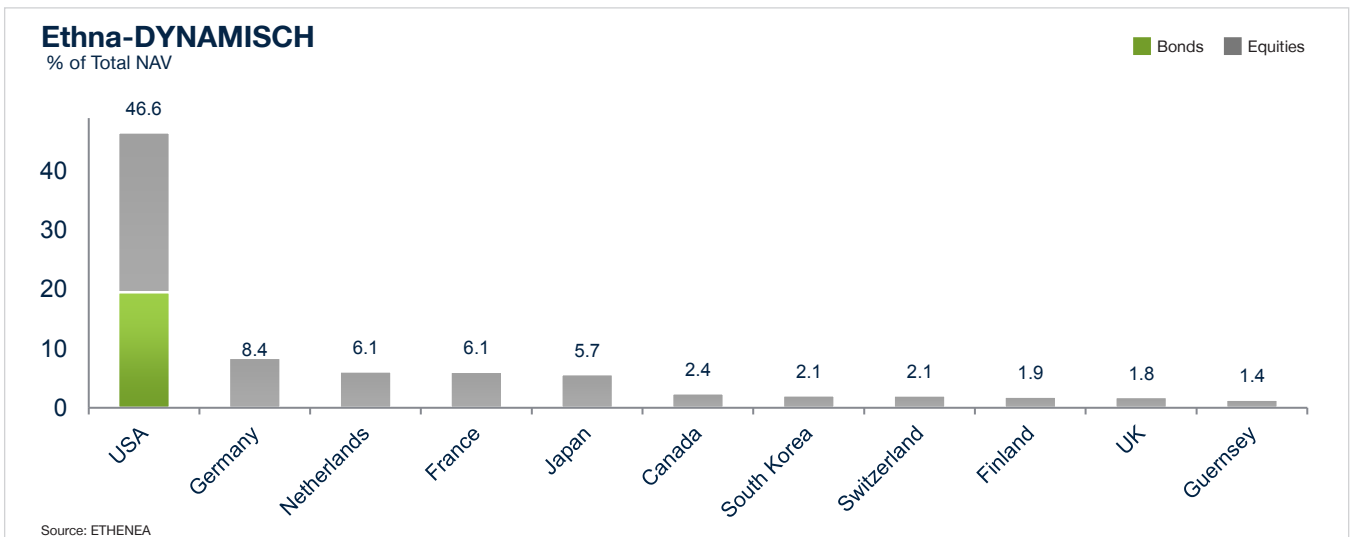
⁶ Unter der Position „Cash“ (Liquidität) sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Produktarten mit einem Anteil am Nettoinventarwert von 3% oder kleiner sind unter der Position „Others“ (Sonstige) zusammengefasst. Die Position „Equities net“ (Aktien Netto) beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.



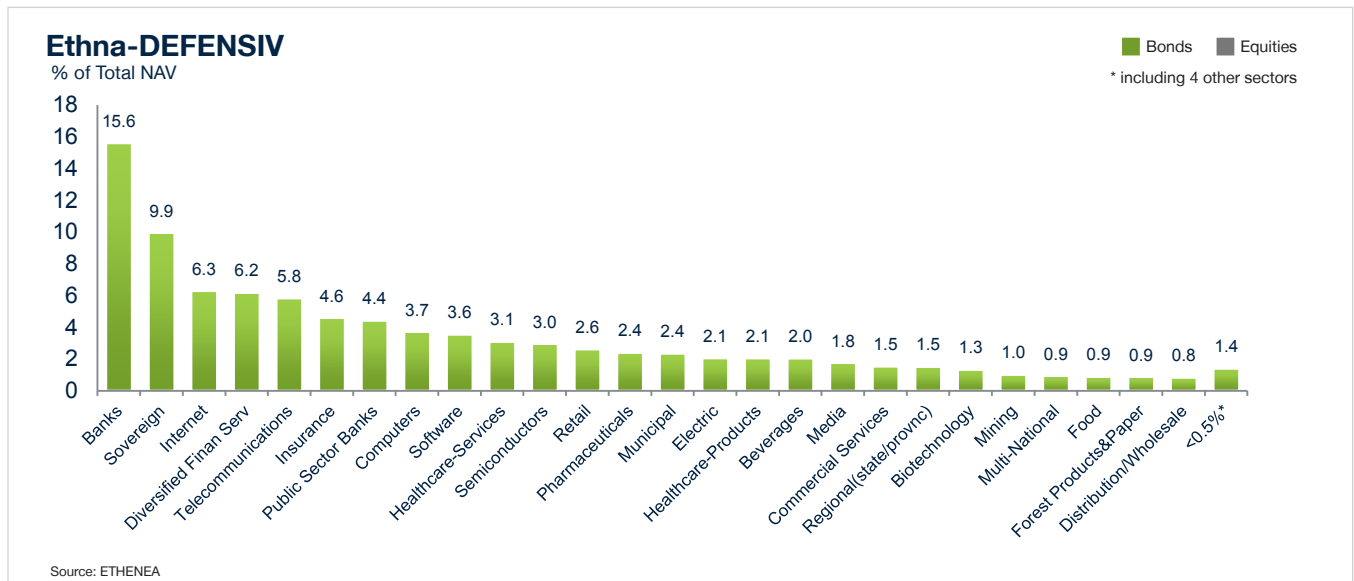
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft*



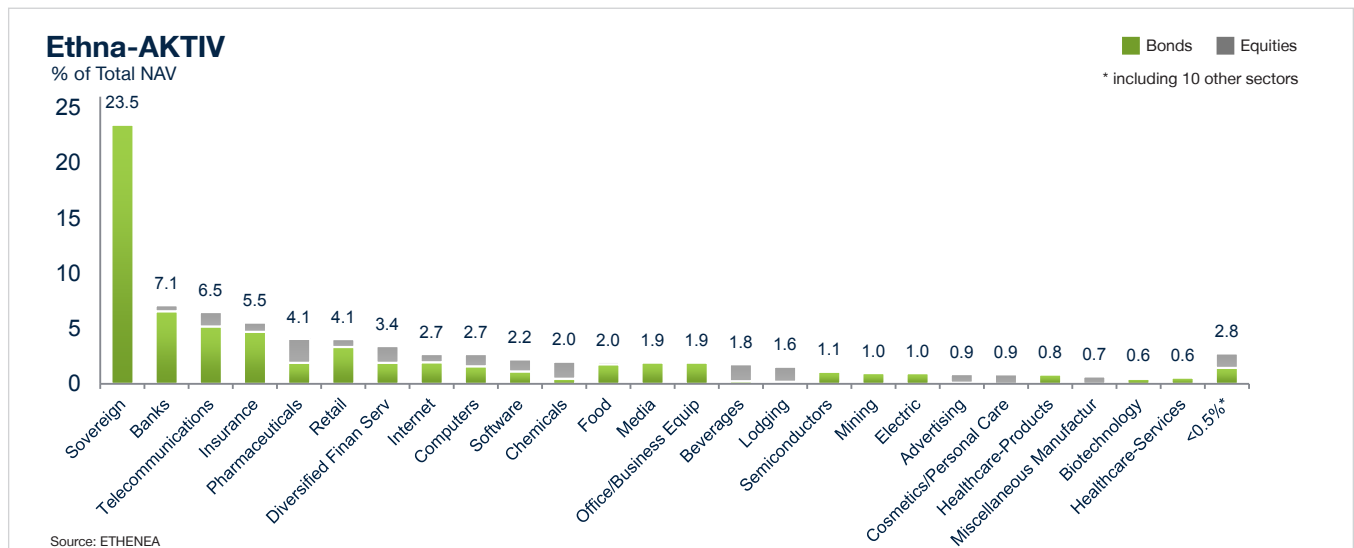
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft*



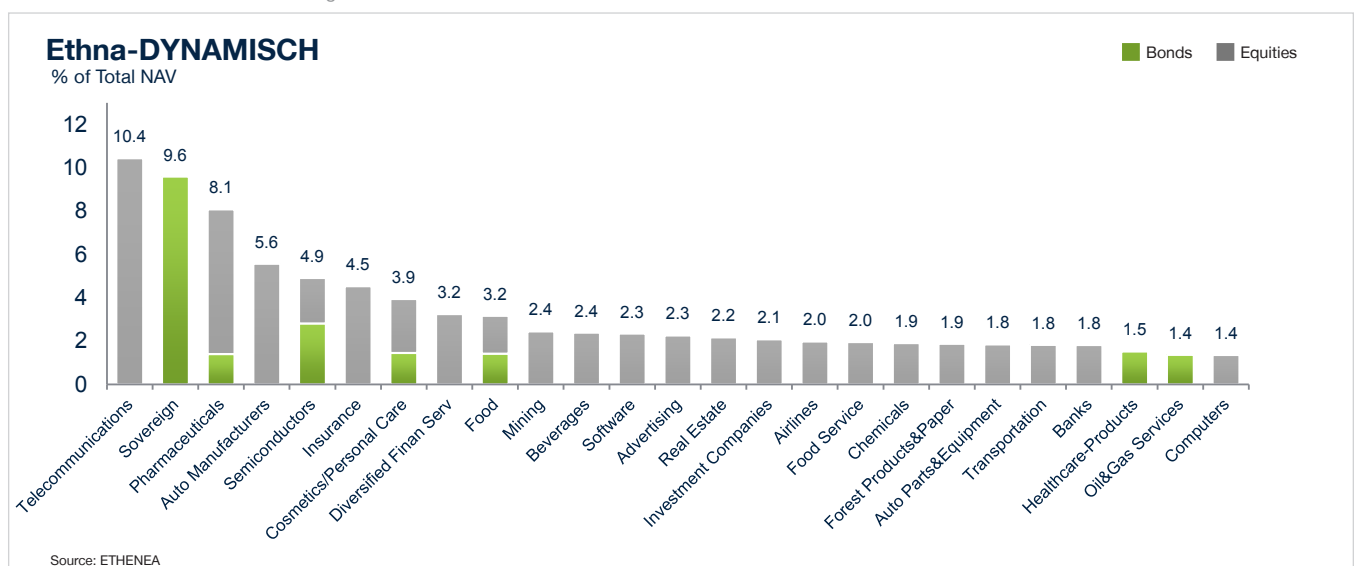
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft*



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



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



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

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



Herausgeber >>

Das Portfolio Management Team und der Head of Research



(v.l.n.r.): Yves Longchamp – Head of Research bei ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG, Guido Barthels, Daniel Stefanetti, Luca Pesarini, 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, 31.05.2016.