



MARKTKOMMENTAR



Die spinnen, die Briten¹ ...

... würde derzeit vermutlich Obelix sagen. Während sich die globalisierte Welt weiter vernetzt, besinnen sich die Briten auf ihren Inselstatus. Und am Ende hat es offenbar doch keiner so richtig gewollt. Welche Konsequenzen hat dies für die Märkte?

Inhalt >>

- >> [Die spinnen, die Briten¹](#)
- >> [Makroökonomischer Ausblick](#)
- >> [Positionierung der Ethna Funds](#)





Die spinnen, die Briten¹ ...

... würde derzeit vermutlich Obelix sagen. Während sich die globalisierte Welt weiter vernetzt, besinnen sich die Briten auf ihren Inselstatus. Und am Ende hat es offenbar doch keiner so richtig gewollt. Welche Konsequenzen hat dies für die Märkte?

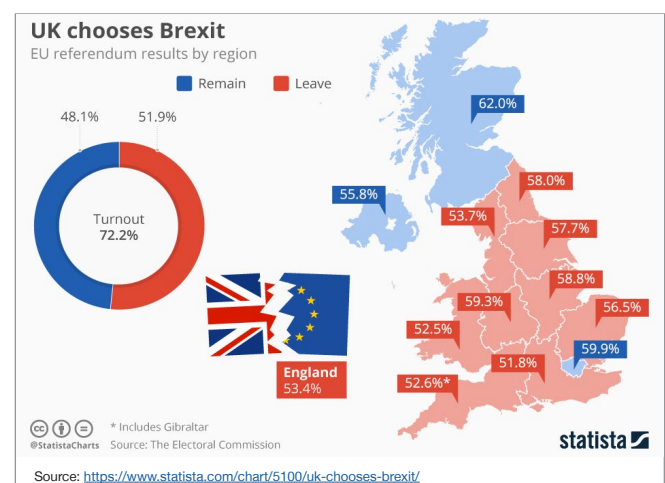
Es gibt so ein paar Datenpunkte, die brennen sich Einem ins Gedächtnis – einige nur als Eselsbrücken, wie 753: *Rom schlüpft aus dem Ei* oder 333: *bei Issos Keilerei*, andere aus der Literatur, wie 1066: *Schlacht bei Hastings*². Und dann gibt es solche, die Einen persönlich berühren, wie 9/11 und nun auch der 23.6.2016. Der unwahrscheinliche Fall eines Brexits ist nun eingetreten: Die Engländer wollen allen Ernstes die Europäische Union verlassen. Mit knapp 52 Prozent der Stimmen haben sie für den Austritt aus der EU votiert.

Die Kommentare aus England im Anschluss an das Referendum lassen jedoch mittlerweile den Verdacht aufkommen, dass, mit Ausnahme der UKIP-Wähler³, viele der Brexit-Befürworter weder ernsthaft den Austritt anstrebten, noch damit gerechnet haben, sich durchsetzen zu können. Offenbar wollten viele nur die eigene Frustration über die scheinbar allmächtigen, nicht demokratisch legitimierten Eurokraten in Brüssel zum Ausdruck bringen. So ist das leider oft mit Volksabstimmungen. Unsere Kollegen in der Schweiz sind in dieser Hinsicht leidgeprüft. In vielen Fällen wird tatsächlich über Fragen abgestimmt, die gar nicht gestellt wurden. Es gibt allem Anschein nach gute Gründe, warum die allermeisten Staaten repräsentative Demokratien sind und die Hürden für basisdemokratische Entscheidungen sehr hoch liegen. Allerdings scheint sich David Cameron, als er das Referendum 2013 ankündigte, um den rechten Flügel seiner Tories zu beschwichtigen, derartigen Detailfragen nicht gewidmet zu

haben. Jetzt haben lediglich 37 Prozent⁴ der Wahlberechtigten ein so fundamental wichtiges Thema wie die Mitgliedschaft in einem Staatenbund für sich entschieden, möglicherweise sogar auf der Basis von Fehlinformationen.

Und jetzt haben wir den Salat.

Das vormalige *Vereinigte* Königreich ist tief gespalten, geografisch (Grafik 1) wie auch demografisch (Grafik 2). Wie immer



Grafik 1: Geografische Verteilung der Stimmen bei der Brexit-Wahl am 23.6.2016

¹ Anspielung auf Obelix' berühmte Äußerung „Die spinnen, die Römer“ („Ils sont fous, ces Romains!“) aus der Comicserie Asterix von René Goscinny.

² „Die Schlacht bei Hastings fand am 14. Oktober 1066 statt und war der erste militärische Erfolg der französischen Normannen bei der Eroberung Englands.“
 Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/Schlacht_bei_Hastings

³ Die UK Independence Party (UKIP) ist eine EU-skeptische und rechtspopulistische britische Partei, deren Hauptziel der Austritt des Vereinigten Königreiches aus der Europäischen Union ist. Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/UK_Independence_Party

⁴ Eine Wahlbeteiligung von 72,2% bei einer Zustimmung von 51,8% ergibt eine Gesamtzustimmung von 37,4%.

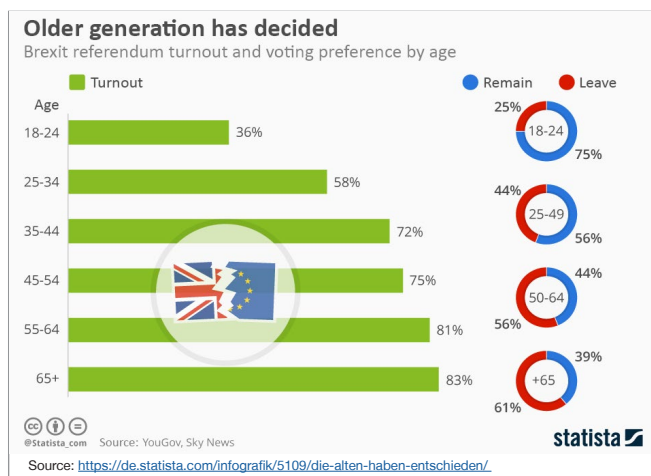
nun der neue Premierminister heißen mag, ob er oder sie den Scheidungsprozess nach Artikel 50 des Vertrags von Lissabon einleiten kann bzw. will, bzw. darf, mit oder ohne Zustimmung des Parlaments, Eines ist klar: Großbritannien ist nicht mehr ganz so groß wie vor der Abstimmung. Es scheint wahrscheinlich, dass Schottland ein erneutes Unabhängigkeitsreferendum abhalten wird, um bei Erfolg in der EU zu verbleiben. Die Nordirland-Frage, die Europa über viele Jahrzehnte hinweg beschäftigt hat, wird bei einem erfolgreichen Brexit mit ziemlicher Sicherheit wieder aufflackern. London wird sicher nicht unabhängig von Rest-England werden, auch wenn innerhalb weniger Tage bereits über drei Millionen Unterschriften für ein derartiges Referendum gesammelt wurden.

Es ist ziemlich klar, dass es hier keinen wirklichen Gewinner gibt. Der größte Verlierer allerdings scheint Großbritannien selbst zu sein. Der Versuch der Brexit-Befürworter, die Unabhängigkeit von Brüssel und damit die volle Kontrolle über die eigenen Grenzen, auch gegenüber EU-Bürgern, zurückzuerhalten, bei fortbestehendem Zugang zum europäischen Binnenmarkt quasi zum Nulltarif, ist gescheitert. Der Europäische Rat hat klare Aussagen diesbezüglich getroffen. Großbritannien wird sich auf harte Verhandlungen mit der EU einstellen müssen, wenn bzw. falls diese Austrittsverhandlungen beginnen. Es liegt nämlich im politischen Eigeninteresse der EU-Staaten, hier eine harte Linie zu fahren, um den allorts aufstrebenden populistischen Parteien keine weitere Nahrung zu geben. Das Vereinigte Königreich bewegt sich mal wieder in Richtung einer *splendid isolation*⁵, die es bereits im 19. Jahrhundert kultiviert hat. Seitdem sind viele Jahre ins Land gezogen. Großbritannien hat sich längst

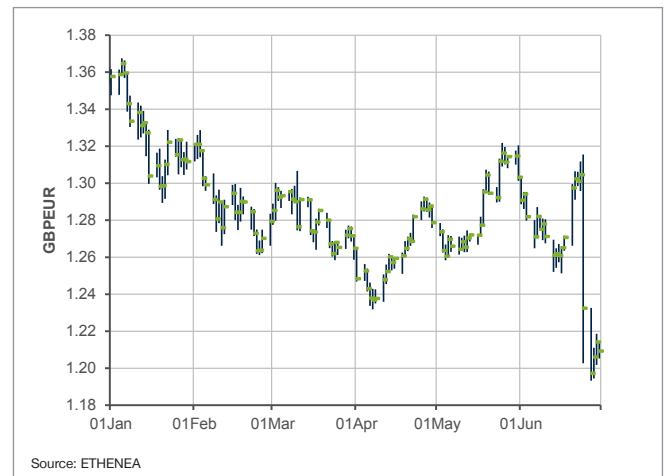
vom Status einer Industrienation verabschiedet und ist auf den internationalen Handel angewiesen. Denn die Insel ist Teil einer globalisierten Welt. Auch wenn das der eine oder andere Engländer vielleicht nicht so gerne hören möchte: Die Welt wartet nicht auf England oder englische Produkte. Neue Absatzmärkte können erschlossen und Alternativprodukte können gekauft werden. Die Tatsache, dass Euro-Finanzprodukte innerhalb der EU gehandelt werden müssen, wird dem Finanzzentrum London wahrlich nicht zu neuer Größe verhelfen. Die Immobilienmakler in Dublin, Frankfurt und Paris freuen sich schon auf Neugeschäft.

Zum Zeitpunkt der Entstehung dieses Marktkommentars lief die Meldung über den Ticker, dass Boris Johnson nicht als Nachfolger für den zurückgetretenen Premierminister David Cameron kandidieren wird. Als führender Tory-Politiker des Brexit-Lagers ist das schon starker Tobak. Nach der Erkenntnis, das Land an den Abgrund der Isolation geführt zu haben, also den Bürgern des Vereinigten Königreichs einen echten Bärendienst erwiesen zu haben, nun nicht die *Grandesse* zu besitzen, *nach A auch B zu sagen*, das wirft ein äußerst schlechtes Licht auf Mr. Johnson. Die Wahrscheinlichkeit von Neuwahlen steigt gerade und damit auch möglicherweise der Exit aus dem Brexit. Aber genug von Politik. *Que sera, sera.*⁶

Im Folgenden wollen wir uns dem Abschluss der Märkte widmen. Während der Wechselkurs des Britischen Pfunds gegenüber dem USD am Tag nach dem Referendum in der Spitze 13 % verloren hat und damit einen 30-jährigen Tiefstand erreichte, fiel der Verlust gegenüber dem Euro mit 10 % etwas geringer aus (Grafik 3). Offenbar diskontiert der Markt eine deutliche Lockerung der Geldpolitik durch



Grafik 2: Demografische Verteilung der Stimmen bei der Brexit-Wahl am 23.6.2016



Grafik 3: Wechselkursbewegung des Euros gegenüber dem Britischen Pfund*

⁵ Wörtlich übersetzt: „wunderbare Isolation“; hiermit ist „die Vergegenwärtigung und die Nutzung der geographischen Insellage des Vereinigten Königreichs in dessen Außenpolitik im späten 19. Jahrhundert bis zum Ausbruch des Ersten Weltkriegs mit dem Hauptziel der Aufrechterhaltung des europäischen Mächtegleichgewichts“ gemeint, „insbesondere die Zeiten unter den beiden Premierministern Benjamin Disraeli und Robert Gascoyne-Cecil, der den Begriff zuerst verwendete“. Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/Splendid_isolation.

⁶ Aus dem Spanischen „was sein wird, wird sein“. *Que Sera, Sera* (Whatever Will Be, Will Be) ist ein Lied von Ray Evans und Jay Livingston aus dem Jahr 1956.

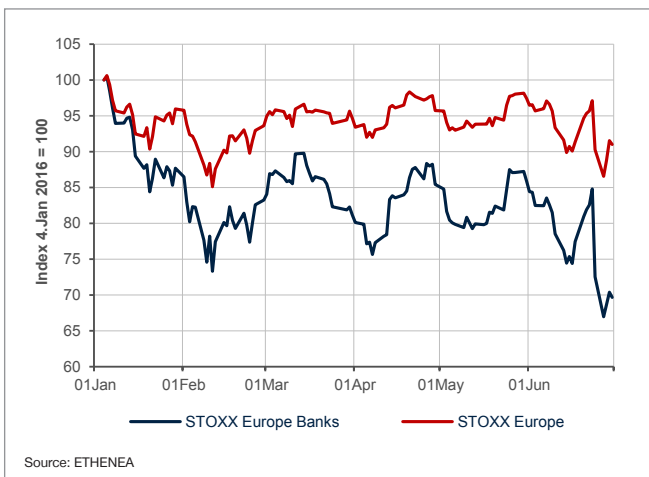
die Bank of England für den Fall des tatsächlichen Austritts Großbritanniens aus der EU. Da die EZB ihrerseits im Falle einer deutlichen Verlangsamung des Eurozonen-Wachstums allerdings wohl kaum untätig bleiben wird, steht uns hier mal wieder ein Kopf-an-Kopf-Rennen bevor. Nachdem nun auch die Null nicht länger als natürliche Untergrenze für Zinsen dient, ist kein Ende in Sicht. *The race to the bottom*⁷ hat begonnen.

Die Banken sehen sich ihres Geschäftsmodells in dieser *lower-for-longer*-Welt beraubt. Der Markt hat Gleiches erkannt und straft Bankaktien entsprechend ab (Grafik 4). Obwohl in diesem Jahr bisher nun wahrlich keine rauschenden Feste auf Europas (virtuellen) Börsenparketts gefeiert wurden, steht der STOXX 600 Index mit einem Jahresverlust von circa 9% noch ganz proper da, wenn man sich die Bankaktien anschaut: -30% bis dato und kein wirkliches Ende in Sicht. Wir denken, es ist noch viel zu früh, an eine mögliche Trendumkehr zu

glauben und halten uns von diesem Sektor in Europa weitestgehend fern. Die Niedrigzinspolitik von EZB und BoE wird nicht nur weiter andauern, sie wird sich ziemlich sicher noch verstärken.

Es bleibt noch der Blick auf die US-Notenbank Fed. Als scheinbar letzte Bastion der Normalität und geistigen Gesundheit im Meer von ZIRP (*Zero Interest Rate Policy*, Nullzinspolitik) und NIRP (*Negative Interest Rate Policy*, negative Zinspolitik) ließ die Fed im Dezember letzten Jahres Hoffnung auf eine uns vertraute Welt positiver Zinsen aufkeimen. Während des äußerst turbulenten ersten Halbjahres 2016 schwankte die implizierte Wahrscheinlichkeit für einen weiteren Zinsschritt zwischen 0 und 45% hin und her (Grafik 5). Nachdem die Wirtschaftsdaten im Juni eine weitere Abschwächung des US-Wachstums bereits deutlich erkennen ließen, erwartet der Kapitalmarkt, dass die US-Notenbank nach dem Brexit-Votum nun endgültig die Segel streicht. Die Schwarzmintelligenz des Kapitalmarktes glaubt nicht mehr an eine Zinserhöhung bei der nächsten Fed-Sitzung am 27. Juli 2016. Doch nicht nur das: Auch hinsichtlich zukünftiger Zinsschritte wird erwartet, dass sie viel moderater ausfallen, als noch zu Beginn des laufenden Jahres angenommen (Grafik 6). Damals erschienen dem Markt Zinserhöhungen von 150 Basispunkten innerhalb der nächsten vier Jahre wahrscheinlich. Während der letzten Wochen ist diese Erwartung auf gerade mal 50 Basispunkte geschrumpft, und das im Hinblick auf die nächsten vier Jahre. Mit anderen Worten: Falls sich die Markterwartungen bewahrheiten, dann wäre auch diese letzte Bastion gefallen. Und die uns vertraute Situation, in der Geld einen Preis hat, wäre damit in weite Ferne gerückt.

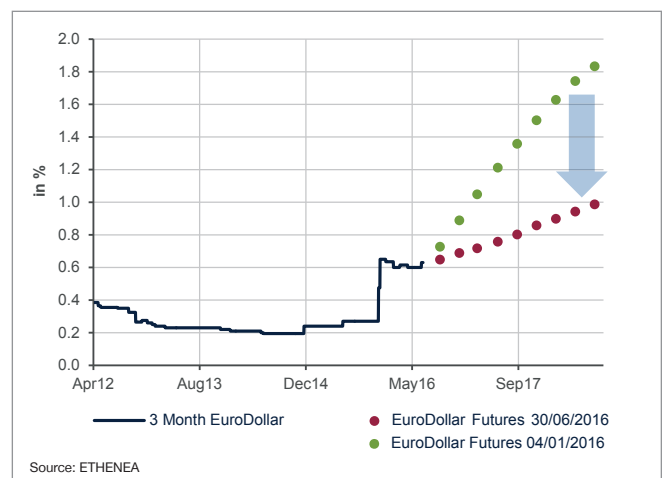
In diesem nicht so optimistischen Zinsumfeld wird man über kurz oder lang sicherlich nicht an Aktien als Investition vorbeikommen. Trotz allem sollte man sich immer vor Augen halten, dass einem die attraktivste Dividendenrendite nichts



Grafik 4: Bewegung des Europäischen Aktienindex STOXX 600 und des Banken-Subindex



Grafik 5: Implizierte Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung der US-Notenbank auf ihrer nächsten Sitzung am 27.7.2016



Grafik 6: Verlauf des dreimonatigen Zinssatzes für Eurodollar und implizierte Forwardzinsen*

⁷ Englisch für „Abwärts-Wettlauf“. *Race to the bottom* ist ein sozio-ökonomischer Begriff, der den „Abbau von Standards wie Sozial-, Arbeits- und Umweltstandards im globalisierten Wettbewerb“ oder den „internationale Steuerwettbewerb um immer niedrigere Steuersätze“ beschreibt. Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/Race_to_the_bottom.

nützt, wenn die Aktie ins Bodenlose fällt, weil politische Risiken die Märkte dominieren.

Im Spezialfall Großbritannien sind diese Risiken absolut hausgemacht, unnötig und möglicherweise auch ergebnislos. Wir werden zurückerinnert an die Zeiten von *Monty Python's Flying Circus*⁸ und deren *Ministry of Silly Walks*⁹. Daher bleibt uns zum Schluss nur mit einem zwinkernden Auge zu sagen: *Die spinnen, die Briten.*¹



Autoren >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁸ Britische Fernsehserie der Komikerguppe Monty Python, die ihren größten Erfolg in den 1970er Jahren hatte.

⁹ Sketch aus oben genannter Serie

Makroökonomischer Ausblick >>

Der Brexit und seine unfreiwilligen Folgen

Alles war gut und dann kam der Brexit. So können die Entwicklungen des letzten Monats im Finanz- und Wirtschaftsbereich zusammengefasst werden. Was den Brexit und seine politischen sowie finanziellen Folgen anbelangt, lade ich den geneigten Leser dazu ein, einen Blick auf die interessanten Ausführungen von Guido Barthels im ersten Teil dieser Publikation zu werfen.

Wachstum und Inflation sind Begriffe, die Ökonomen häufig verwenden. Wenn man dies dann noch durch das Wort *niedrig* ergänzt, erhalten wir eine treffende Beschreibung des aktuellen Zustands der Weltwirtschaft. Niedriges Wachstum und niedrige Inflation sind jedoch lediglich Symptome, deren tatsächliche Ursachen die niedrige Produktivität und die Nachwirkungen der Schuldenlast sind. Die Geldpolitik vermag diese Art von strukturellen Problemen jedoch nicht zu lösen, sie kann lediglich die Schmerzen lindern. Um die Wirtschaft wieder auf den richtigen Weg zu bringen, sind sogenannte angebotsseitige Reformen notwendig, die von wohlwollenden Politikern umgesetzt werden können, die in gut funktionierenden Institutionen arbeiten.

Das Problem mit dem Brexit ist, dass er die fragile und genesende Wirtschaft durch neue Wellen der Rezession und Deflation flutet und den institutionellen Rahmen noch weiter schwächt, in dem das große Europa (d.h. der Kontinent und das nicht wirklich *Vereinigte* Königreich) operiert. Zudem

wirft er die rhetorische Frage auf, ob Politiker tatsächlich wohlwollend sind. Ich fürchte, die Antwort wird angesichts des zunehmenden Populismus in der westlichen Welt zwiespältig ausfallen.

Ganz gleich, wohin wir gehen, zuallererst müssen wir uns orientieren. Grafik 7 zeigt das Ausmaß des Brexit-Schocks (in Rot dargestellt). Vorerst beschränkt er sich hauptsächlich auf Großbritannien. Die Schockwelle erreicht die Grenzen Europas, jedoch ohne verheerende Folgen und auch der Rest der Welt ist davon noch nicht beeinträchtigt. Eine Ansteckung wäre über drei Kanäle möglich: Politik, Wirtschaft und Finanzen. Der Finanzkanal reagiert am schnellsten auf Schocks aller Art und erstreckt sich mittlerweile über den gesamten Globus. Die Finanzmärkte operieren in einem Risk-off-Modus zum Zeitpunkt der Entstehung dieses Artikels. Die Aktienmärkte sind zusammengefallen, die Renditen von Staatsanleihen erreichten neue Tiefststände, und Währungen reagierten stark. Das britische Pfund sackte gegenüber dem US-Dollar auf den tiefsten Stand seit 30 Jahren, wohingegen typische Safe-Haven-Währungen wie der japanische Yen und der Schweizer Franken erheblich aufwerteten.

Im Vergleich zu den beiden anderen Kanälen birgt der politische einen, eigentlich außergewöhnlichen, schnellen Transmissionsmechanismus. Ich versuche immer noch zu verstehen, was die Unterstützer der *Leave*-Kampagne¹⁰ mit *Wir wollen die Kontrolle zurück* meinten. Dem Vereinigten Königreich droht mehr als alles andere eine Zersplitterung, wie es auch *The Economist* auf seinem Titelblatt mit „Anarchy in the UK“ darstellt. Bei Anarchie im Vereinigten Königreich denkt man unweigerlich an die Punkbewegung in den 1970er Jahren. Deren Slogan *No Future* scheint die derzeitige Situation ganz passend zu beschreiben, denn man kann sich nicht vorstellen, wie es für das Vereinigte Königreich in dieser chaotischen Lage weitergehen soll. Wenn nicht bald irgendeine politische Stabilität erreicht wird, könnten Neuwahlen ausgerufen werden. Kommen wir auf die Subkultur des Punks und vor allem auf die berühmte Musikrichtung *Punk-Rock* zurück: Seine Blütezeit war nur sehr kurz, er tauchte plötzlich Mitte der 1970er Jahre auf und verschwand noch am Ende desselben Jahrzehnts. Aus unserer Sicht haben das politische Chaos in Großbritannien und die Punkbewegung mindestens Eines gemeinsam: Sie sind kurzlebiger Natur. Die grundlegende Frage ist nach wie vor, ob sich Großbritannien auf Artikel 50 berufen wird¹¹. Danach würde die Stoppuhr für den

	Brexit	Great Britain	Europe	World
Politics	Political/institutional	breakup/fragmentation	dis-/integration	uncertainty
	Geopolitical	ex-financial center	bargaining power	multipolarity
	Fiscal policy	leeway	willingness	
Economy	Activity	recession	slowdown	slowdown
	Inflation	deflationary	disinflationary	disinflationary
Finance	Currency	GBP crisis	EUR weakness	USD/CHF/JPY/CNY
	Market	risk-off	risk-off	risk-off
	Financial system	banks down	banks down	
	Monetary policy	BoE easing	ECB easing	Fed stand-by

Source: ETHENEA

Grafik 7: Brexit – was sind die Ausmaße des Schocks?

¹⁰ Diejenigen, die für den Brexit stimmten.

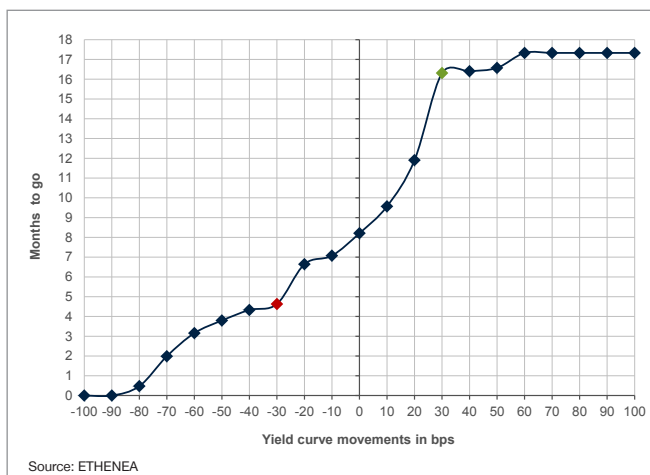
¹¹ Artikel 50 EUV: Austritt eines Mitgliedstaates aus der EU.

Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union gestellt. Ein Austritt scheint aktuell zwar wahrscheinlich, allerdings könnten die Karten durch Neuwahlen neu gemischt werden, sodass der Brexit ähnlich wie der Grexit auf den Sankt Nimmerleinstag verschoben würde.

Das Risiko, dass Europa nach dem Referendum auseinanderbricht, hat sich nicht materialisiert. Die 27 EU-Mitgliedstaaten haben Einigkeit gezeigt und verhindert, dass sich der politische und institutionelle Schock auf den Kontinent ausbreitet. Das politische Risiko in Europa bleibt eines der Kernrisiken unseres Szenarios, selbst wenn wir die plötzlich wiederentdeckte Einigkeit der 27 Mitgliedstaaten (exklusive Großbritannien) begrüßen.

Der letzte Kanal, die Wirtschaft, trifft das Vereinigte Königreich und dessen Motor London mit voller Wucht. Die Investitionen (ausländische Direktinvestitionen und Investitionsausgaben) sowie der Immobiliensektor (Bausektor und Immobilienpreise) sind die beiden Wirtschaftsbereiche, die direkt bei Bekanntwerden des Abstimmungsergebnisses Verluste verzeichneten. Eine Rezession scheint die wahrscheinlichste Folge. Die Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft dürften negativ, aber schwieriger abzuschätzen sein. Ökonomen zufolge dürfte das Wachstum um 0,5 Prozentpunkte geschmälert werden, sodass das Wachstum in der Eurozone in den kommenden Quartalen bei 1 % liegen dürfte. Sollte sich diese Prognose als einigermaßen genau erweisen, würde die Schaffung von Arbeitsplätzen zurückgehen, und der Privatkonsum würde nachlassen.

Wenn die Rezession der Preis der Freiheit ist, könnten sich die Bundestagswahlen in Deutschland und die Präsidentschaftswahlen in Frankreich im nächsten Jahr zugunsten der etablierten Parteien entscheiden, denn eine politisch verursachte Rezession würde den Unabhängigkeitsparteien und/oder populistischen Parteien den Boden unter den Füßen wegziehen.



Grafik 8: QE-Countdown der EZB

Die Inflation schließlich ist die zweite Dimension des Wirtschaftskanals. Der Brexit ist ein deflationärer Schock, selbst wenn die Inflationszahlen im Vereinigten Königreich in den kommenden Monaten infolge der Schwäche des Pfunds paradoxerweise anziehen könnten. Angesichts des stark verdüsterten Ausblicks für die britische Wirtschaft, dürfte die Bank of England die Leitzinsen senken und möglicherweise ihr geldpolitisches Lockerungsprogramm (Quantitative Easing, QE) wieder aktivieren, falls sich die Situation stärker verschlechtert als derzeit erwartet.

In Europa könnten die Inflationserwartungen nach unten korrigiert werden. Für eine Zentralbank, die sich so stark auf die Inflation konzentriert wie die EZB, hat dies möglicherweise direkte Folgen, etwa eine Erweiterung des quantitativen Lockerungsprogramms. Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass ein weiterer geldpolitischer Stimulus in Europa nicht nötig ist, da die geldpolitischen Bedingungen bereits sehr locker sind. Wir können allerdings nicht ausschließen, dass die EZB ihr Programm verlängern möchte – es sei denn, seine Grenzen sind erreicht.

Ohne in die Details zum Mechanismus der quantitativen Lockerung in Europa zu gehen, lässt unsere Überschlagsrechnung vermuten, dass der EZB maximal acht, eher aber sechs Monate zur Verfügung stehen, bis sie alle Bundesanleihen gekauft hat, die sie kaufen könnte. Das Problem ist dabei, dass das Programm bis mindestens März 2017 dauern soll, also noch neun Monate. Ob zufällig oder versehentlich: Es sickerte durch – und wurde von der EZB dementiert –, dass die Menge der infrage kommenden Vermögenswerte, die als Sicherheiten eingesetzt werden können durch den Brexit ungewollt vermindert wurde, und dass die EZB demzufolge die Bedingungen für den Erwerb lockern würde. Eine der Bedingungen, die Staatsanleihen erfüllen müssen, um für das Anleihekaufprogramm infrage zu kommen, ist, dass ihre Rendite mindestens dem derzeitigen Einlagenzinssatz von -0,40 % entsprechen muss. Infolge des Brexits sanken die Renditen in Deutschland weiter in den Negativbereich, sodass der verfügbare Bestand an Bundesanleihen schrumpfte.

Gehen wir nun etwas näher auf unsere Überschlagsrechnung ein. Im Sinne dieser Schätzung haben wir eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, die die Auswirkungen einer Parallelverschiebung der deutschen Zinskurve auf die Kaufkapazität der EZB von deutschen Bundesanleihen zeigt (Grafik 8). Die Grafik lässt sich auf mehrere Weisen lesen. Auf dem aktuellen Niveau hat die EZB noch etwa acht Monate, in denen sie Bunds kaufen kann. Würde die gesamte deutsche Zinskurve um 30 Basispunkte (bps) sinken, könnte die EZB noch knapp fünf Monate Bunds kaufen, bevor sie ihre Kaufgrenze erreicht (roter Punkt in der Grafik). Würde, andererseits, die Zinskurve um 30 bps steigen, hätte die EZB noch etwa 16 Monate Zeit bevor sie ihre Kaufgrenze erreicht (grüner Punkt in der Grafik). Die Kapazität der EZB, Bunds zu kaufen, ist somit sehr von der Zinskurve abhängig. Wie die Brexit-Entscheidung

uns noch vor kurzem gezeigt hat, führt jegliche nachteilige Entwicklung zu einer niedrigeren Zinskurve und reduziert die Wirkungskraft der EZB zu einem Zeitpunkt, an dem sie sehr benötigt wird.

Geldpolitik war – was bedauerlich ist – der innovativste Wirtschaftssektor der letzten zehn Jahre, und wir sollten den Ideenreichtum der Zentralbank nicht unterschätzen. Dies bedeutet, dass wir uns auf eine neue Ankündigung der EZB in den nächsten Monaten vorbereiten müssen. Eine Senkung des Einlagenzinssatzes, eine Anhebung des Emittentenlimits oder eine Lockerung der Zugangsbedingungen für infrage kommende Vermögenwerte sind einige der Möglichkeiten, die die Knappheit an Bundesanleihen vorübergehend beheben könnten.

Sollte sich die Knappheit an Bundesanleihen nicht umgehen lassen, könnte sich die Geldpolitik der EZB in zwei Richtungen entwickeln. Entweder wird das Programm auf Aktien erweitert, auf nicht marktfähige Wertpapiere basierend auf Termineinlagen von geeigneten Kontrahänten, Kreditforderungen und nicht marktfähige, hypotheckenbesicherte Schuldtitel (retail mortgage-backed debt, RMBD), oder der Engpass an Bundesanleihen wird behoben. Es gibt aber kein deutsches Haushaltsdefizit, um ihn zu lockern. Tatsächlich nimmt Deutschland im Vergleich zu anderen Staaten, die ein strukturelles Haushaltsdefizit aufweisen, mit seinem Ziel der berühmten *schwarzen Null* eine ziemlich neutrale Haltung ein. Daher steigt die Staatsverschuldung nicht.

In den USA ist der Konjunkturzyklus weit fortgeschritten. Wir rechnen mit einer allmählichen Wachstumsabschwächung in den kommenden Monaten. Der Brexit dürfte auf die größte Wirtschaft der Welt keine massiven Auswirkungen haben, es sei denn, er hätte eine enorme Stärkung des US-Dollar zur Folge. Der Arbeitsmarkt zeigte sich allgemein weiterhin dynamisch, auch wenn sich einige Anzeichen von Schwäche beobachten ließen. Die Investitionen fielen zuletzt schwach aus, der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe überraschte hingegen im Juni positiv und bestätigte einen Aufwärtstrend für einige Monate. Wenn dieser Minizyklus andauern würde, wäre der Konjunkturzyklus in den USA langlebiger.

Nach dem Brexit-Referendum korrigierten wir unser Szenario der Zinsentwicklung in 2016 auf maximal eine, möglicherweise sogar keine Anhebung. Die US-Notenbank müsste – wie jede andere Zentralbank der Welt – mindestens ein bis zwei

Monate warten, bis die ersten Wirtschaftsdaten vorliegen, die es ermöglichen, die Auswirkungen des Brexits zu beurteilen.

Schließlich fielen die jüngsten Entwicklungen in China ruhig aus. Die massiven Kredit- und Fiskalstimuli, die auf wundersame Weise den Abschwung zu Jahresbeginn abwenden konnten, lassen nach. Gleichzeitig sind die Schulden kontinuierlich gestiegen, wohingegen der Wachstumstrend sich weiter abgeschwächt hat. China stellt in unserem Szenario nach wie vor ein großes Risiko dar. Interessanterweise gab der Renminbi gegenüber dem US-Dollar infolge des Brexits nach, was unsere Ansicht bestätigt, dass der US-Dollar für einen Großteil der Weltwirtschaft zu stark ist.

Insgesamt hat sich das makroökonomische Szenario durch das Brexit-Ergebnis verdüstert. In Europa stellen nachteilige politische Entwicklungen das größte Risiko dar. Sie können sich jederzeit manifestieren, wie uns der Brexit auf drastische Weise gezeigt hat. Eine schnellere Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in den USA, der dynamischsten Wirtschaft der Welt, würde sich äußerst negativ auf die Weltwirtschaft auswirken. In China schließlich hat sich die Lage nicht verbessert, denn der Wachstumstrend schwächte sich weiter ab, während die Verschuldung weiter zugenommen hat.

Schaut man sich das Gesamtbild an, hat sich der Trend der drei von uns beobachteten globalen Indikatoren nicht umgekehrt. Erstens ist die Produktion im verarbeitenden Gewerbe weiter zurückgegangen, was durch den globalen Einkaufsmanagerindex PMI für das verarbeitende Gewerbe belegt wird, der beständig bis auf 50 zurückgegangen ist. Dieses Niveau gilt generell als Anzeichen für eine Stagnation. Zweitens sind die globalen Preise (für Rohstoffe und Produktionsgüter) nicht wesentlich gestiegen. Und drittens ist der US-Dollar nach wie vor stark. Vor diesem Hintergrund sind wir weiterhin vorsichtig.



Autor >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

Positionierung der Ethna Funds >>



Ethna-DEFENSIV

Das britische Brexit-Referendum war im Juni das dominierende Thema an den Kapitalmärkten. Da in den letzten Umfragen noch mit einem knappen Verbleib in der EU gerechnet wurde, verursachte das überraschende Ergebnis große Unsicherheit und hohe Volatilität an den Märkten. So verloren europäische Aktienindizes Intraday temporär über 10%, während sich die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen massiv ausweiteten (der iTraxx Crossover Index, ein europäischer Index für das Kreditrisiko von Anleihen aus dem Non-Investment-Grade-Bereich, weitete sich beispielsweise um über 100 Basispunkte aus) und die Renditen deutscher Bundesanleihen neue, historische Tiefstände erreichten, als Investoren in vermeintlich sichere Anlageinstrumente flohen. Trotz des extrem herausfordernden Marktumfeldes konnte sich der Ethna-DEFENSIV aufgrund seiner umsichtigen und vorsichtigen Positionierung sehr gut behaupten.

Die Liquidität im Fonds wurde temporär deutlich erhöht, um potenzielle negative Auswirkungen abzufedern. Gleichzeitig haben wir unseren *qualitätsorientierten* Ansatz auf der Anleiheenseite fortgesetzt. Hierbei bevorzugen wir weiterhin USD-denominierte Anleihen, da diese neben einer höheren Liquidität auch einen höheren Basiszinssatz sowie einen adäquaten Aufschlag für unternehmensindividuelle Faktoren bieten (Credit Spread). Zusätzlich bieten USD-denominierte Anleihen den Vorteil, weniger stark von den Entwicklungen in Europa tangiert zu werden als etwa EUR- oder GBP-Anleihen. Im Non-Investment-Grade-Bereich sind wir nur noch äußerst selektiv unterwegs und halten analog zu unserem Gesamtportfolio nur Positionen von Unternehmen mit soliden Geschäftsmodellen und guten Bilanzen, von denen wir restlos überzeugt sind.

Ähnlich sieht unsere Positionierung auf der Fremdwährungsseite aus. Hier wurde der EUR-Anteil verringert und insbesondere unser USD-Bestand erhöht, um die Volatilität im Gesamtportfolio im Falle einer negativen Überraschung in Europa zu reduzieren.

Trotz der temporären Beruhigung nach dem ersten Schock bleiben wir auch weiterhin vorsichtig und defensiv positioniert, um sowohl die Volatilität als auch das Risiko zu minimieren.

Ethna-AKTIV

Eine gute Risikovorsorge ist wichtig – da werden uns die meisten zustimmen. Dennoch hofft man stets, dass es bei der Vorsorge bleibt und der Ernstfall nicht eintritt, wobei das Risiko also nur ein *potenzielles* Risiko bleibt. Im Juni kam es anders. Die Bedeutung des 23. Juni 2016, der Tag des britischen EU-Referendums, wird sich uns allen wohl erst mit einigen Jahren Distanz vollständig erschließen. Kurzfristig standen die Kapitalmärkte im vergangenen Monat jedoch bereits voll und ganz unter dem Einfluss des sogenannten Brexits. Schon seit dem Frühjahr hatten wir den Ethna-AKTIV angesichts des unsicheren und volatilen Marktumfeldes sehr vorsichtig positioniert. Diese Positionierung behielten wir auch in den Termin des Brexit-Referendums hinein bei.

Konkret hatten wir daher zuletzt wenig Anpassungsbedarf in der Aufstellung innerhalb der einzelnen Anlageklassen. Das Anleihenportfolio des Fonds setzte unverändert stark auf hohe Qualität. US-Staatsanleihen sowie qualitativ hochwertige USD-denominierte Unternehmensanleihen (Investment Grade) bilden den Kern des Portfolios. Im Bereich der Non-Investment-Grade-Anleihen bleiben wir untergewichtet und sehr selektiv in der Auswahl einzelner Namen. Sowohl vor als auch nach dem Brexit-Referendum waren die klassischen sicheren Häfen im Anleihenbereich bei Investoren gefragt. Die ohnehin niedrigen Renditen bei Staatsanleihen wurden dadurch noch weiter nach unten gedrückt. Auch 10-jährige deutsche Bundesanleihen handelten im Juni erstmals mit negativer Rendite.

Auf der Aktienseite blieben die Anpassungen der Nettoquote in den vergangenen Wochen ebenfalls überschaubar. In die unmittelbare Brexit-Entscheidung hinein wurde das ohnehin schon defensiv ausgerichtete Aktienportfolio des Ethna-AKTIV nochmals über Derivate abgesichert, sodass die starken Marktverwerfungen an den ersten beiden Folgetagen des Brexit nahezu keinen Einfluss auf den Wert des Fonds hatten. Gleichzeitig nutzten wir die deutlich gesunkenen Notierungen, um die Sicherungen des Fonds im Nachgang des Referendums sukzessive zu reduzieren. Da wir weiter mit einer anhaltend hohen Schwankungsbreite rechnen, bleibt die Positionierung im Aktienmarkt dem Umfeld angemessen variabel, ohne jedoch übermäßige Risiken im Aktienmarkt einzugehen.

Angesichts der schwierigen Ausgangssituation an den weltweiten Kapitalmärkten hatten wir auch einige Währungspositionen, vor allem im USD, aber auch im CHF, in den Juni hinein aufgebaut und bis zum 23. Juni weiter ausgebaut. Beide Währungen zeigten im Ergebnis auch die erwartete positive Aufwertung, wenn auch nicht ganz im von uns erhofften Ausmaß. Nach vorne blickend rechnen wir weiterhin mit einem attraktiven Portfoliobeitrag durch beide Währungen, insbesondere im Falle plötzlich auftretender Marktturbulenzen. Daher behält der Ethna-AKTIV die grundsätzliche Positionierung bei.

Ethna-DYNAMISCH

Im Ethna-DYNAMISCH haben wir auf der Aktienseite die Bruttoinvestitionsquote von 65 % auf rund 60 % reduziert. Verkauft wurden unsere letzten verbleibenden Finanzwerte Allianz und Axa. Die Zyklik des Portfolios wurde zugunsten defensiverer Werte, wie Sanofi und LG UPlus, leicht abgebaut. Die regionale Aufteilung des Portfolios blieb größtenteils unverändert. Mit rund 27 % in Nordamerika, 23 % in Europa und 8 % in Asien ist das Portfolio gut diversifiziert. Im Vorfeld des Brexit-Referendums haben wir aus Vorsichtsgründen das Nettoexposure des Fonds in den USA und Europa mittels Indexfutures auf insgesamt rund 30 % gesenkt. Dadurch konnte der Fonds die Schwankungen am Monatsende ohne größere Rückschläge gut überstehen. Da wir trotz der kurzfristigen Beruhigung der Märkte weiteres Rückschlagspotenzial im Verlauf des Sommers sehen, haben wir die Hedges einstweilen noch nicht reduziert.

Rund 20 % des Portfolios bleiben in Rentenpapieren investiert – je zur Hälfte in 30-jährigen US-Treasuries und US-Hochzinsanleihen. Ansonsten blieb das Portfolio unverändert. Gegen Monatsende haben wir bei einem Niveau von ca. 2,4 %

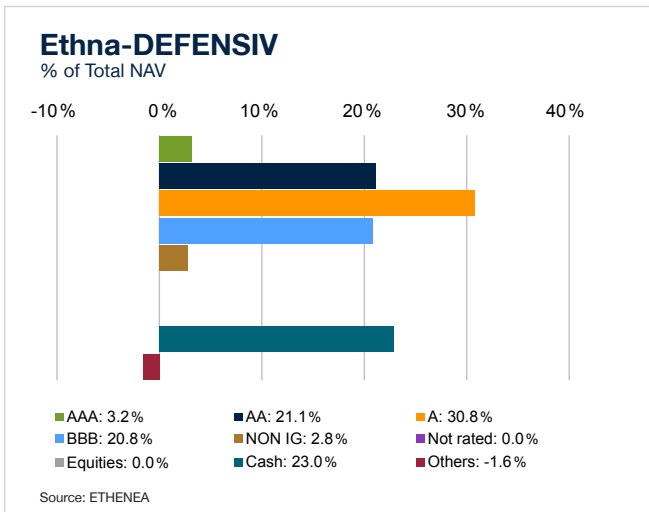
die Position in den amerikanischen Staatsanleihen größtenteils gehedgt, um der möglichen Volatilität im Zusammenhang mit der Brexit-Abstimmung aus dem Weg zu gehen. Die aktuelle Rendite des Portfolios beträgt rund 4,9 % bei einer Duration von 12,5 Jahren, wobei die Duration aktuell durch den Hedge der Treasury-Position auf rund 2 Jahre reduziert wurde.

Durch die leicht reduzierte Aktienquote stieg der Kassebestand des Fonds wieder auf etwa 22 % an. Einen Teil der Kasse halten wir weiterhin in Norwegischen Kronen, sowie neu auch in Australischem Dollar. Somit lässt sich für einen Teil der Kassequote die Negativzinsproblematik in der Eurozone umgehen. Wir bleiben allerdings vorsichtig darin, das Fremdwährungsrisiko insgesamt nicht zu stark ansteigen zu lassen. Mit dem zwischenzeitlich fast vollständigen Hedge der US-Aktienpositionen wurde auch das US-Dollarexposure entsprechend reduziert. Sobald die Aktienhedges in den USA aufgelöst werden sollten, wird auch das Währungsexposure analog wieder erhöht werden.

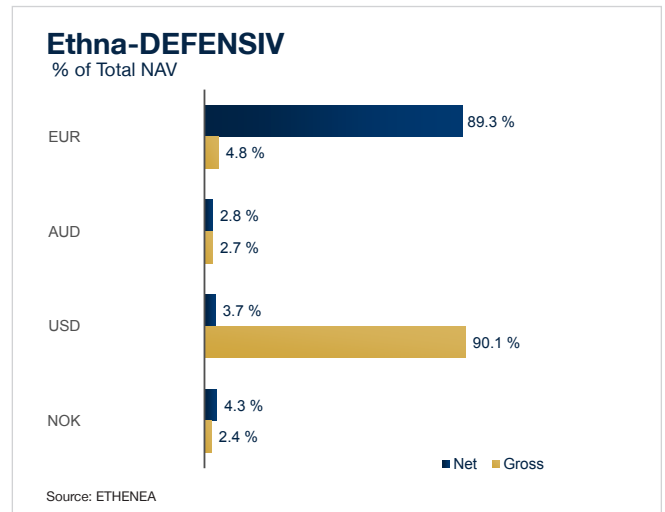
Autoren >>

Portfolio Management

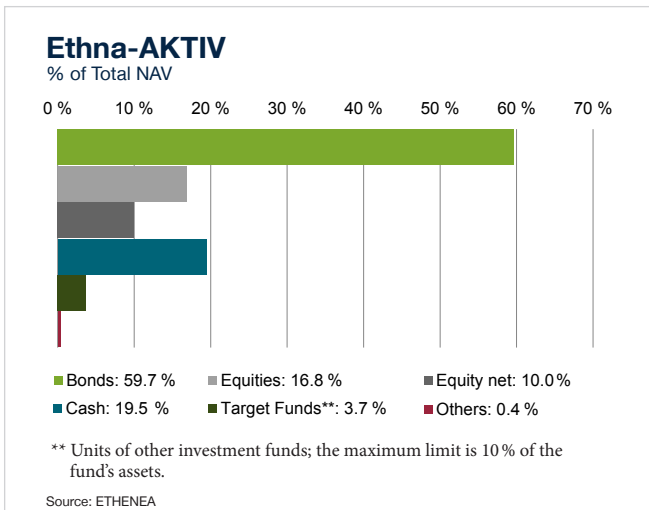
Guido Barthels, Luca Pesarini, Christian Schmitt,
Niels Slikker, Daniel Stefanetti, Peter Steffen,
Arnoldo Valsangiacomo und Team



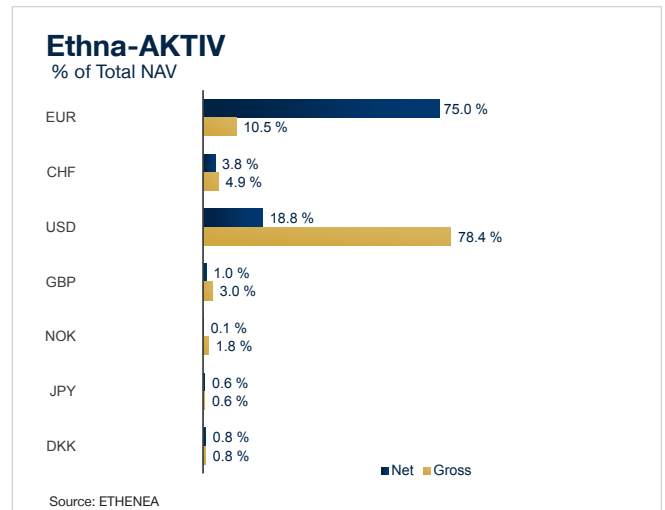
Grafik 9: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV*



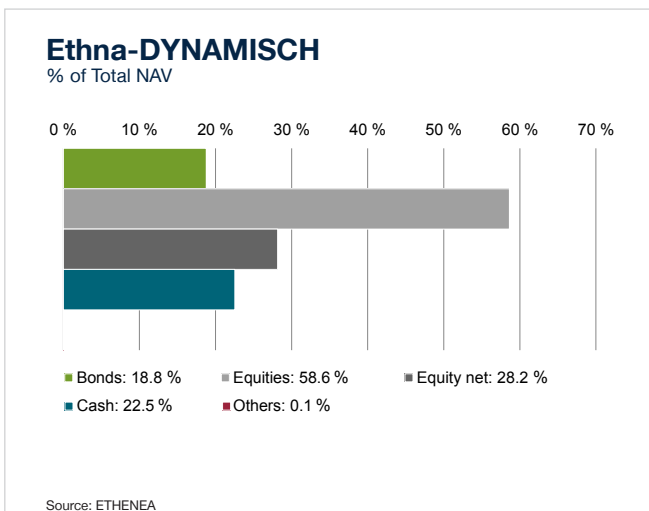
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Währungen*



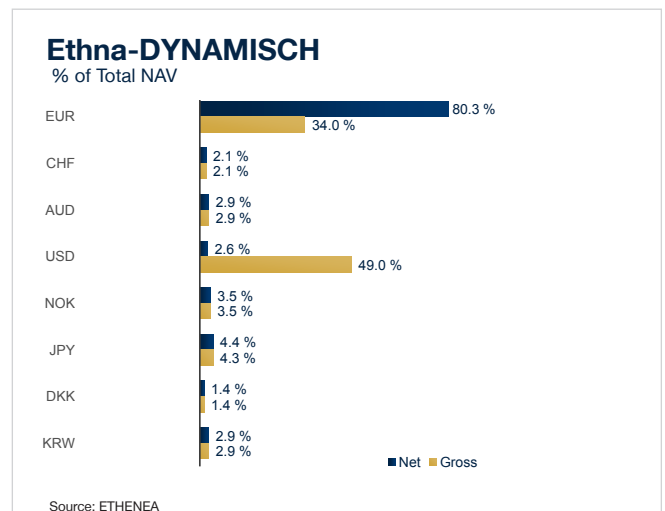
Grafik 10: Portfoliostruktur¹² des Ethna-AKTIV*



Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Währungen*

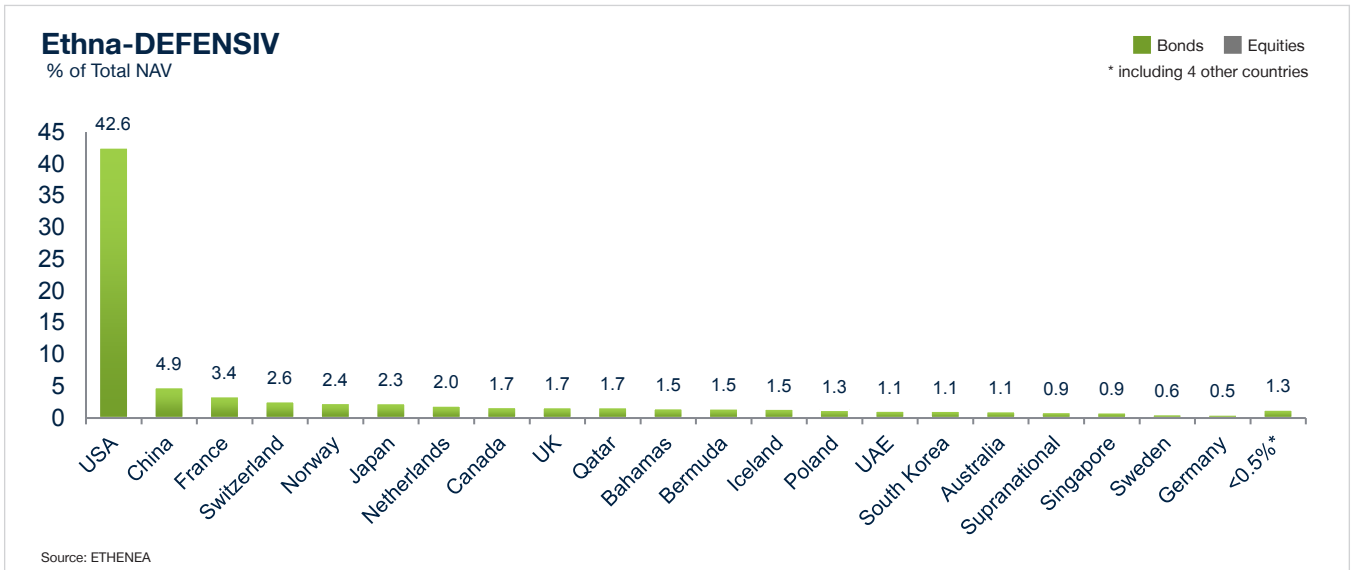


Grafik 11: Portfoliostruktur¹² des Ethna-DYNAMISCH*

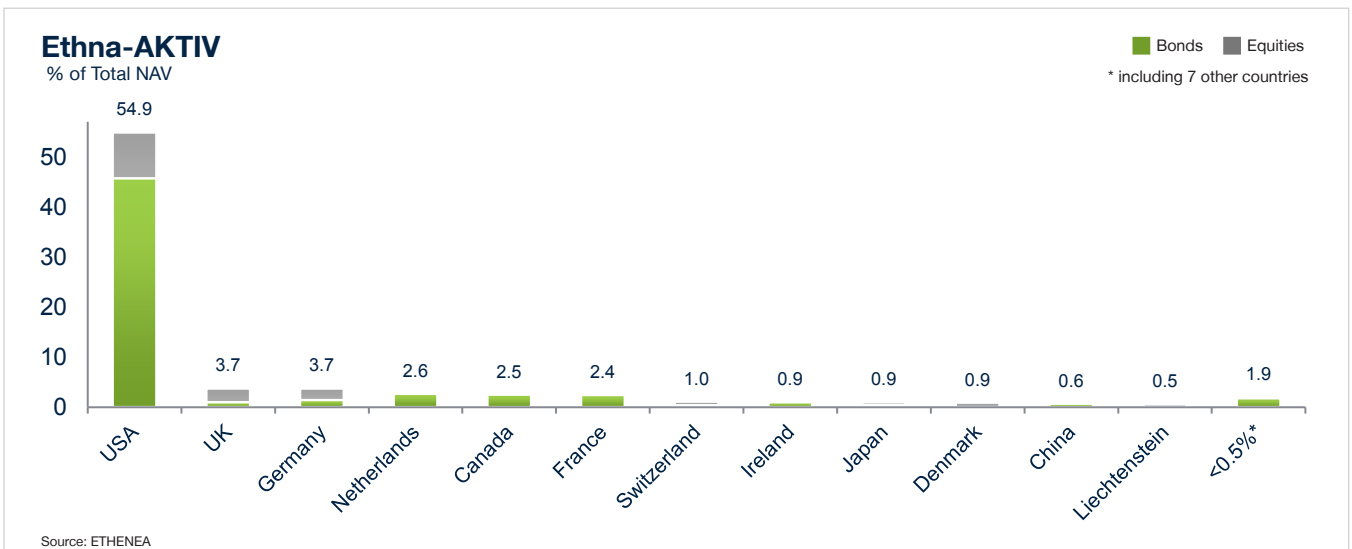


Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Währungen*

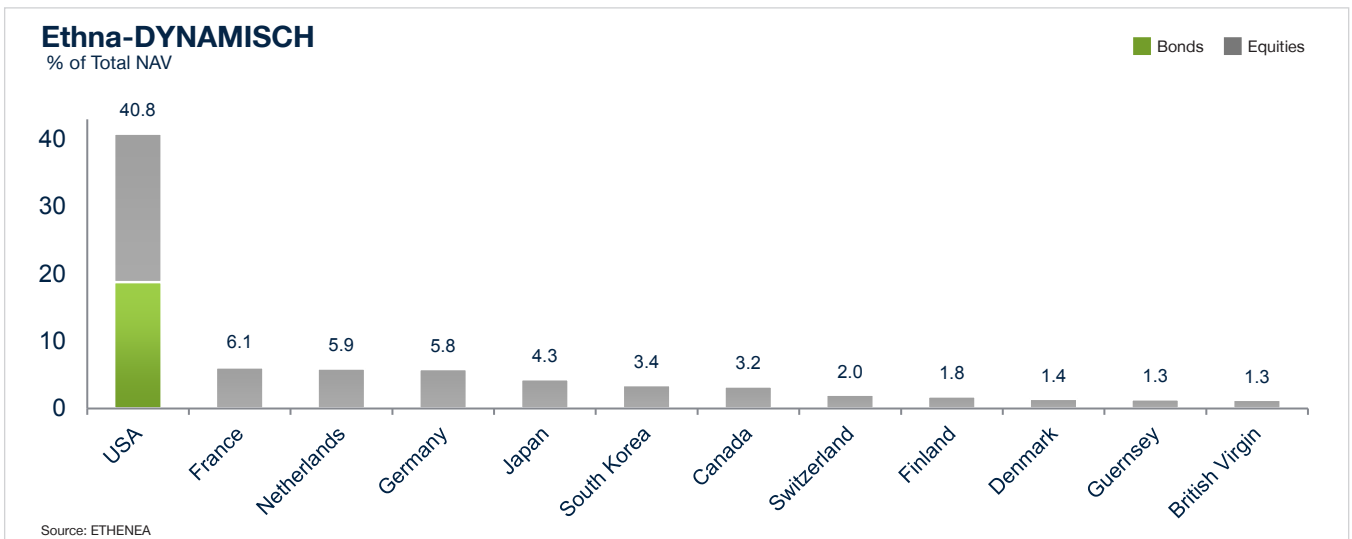
¹² Unter der Position „Cash“ (Liquidität) sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Produktarten mit einem Anteil am Nettoinventarwert von 3% oder kleiner sind unter der Position „Others“ (Sonstige) zusammengefasst. Die Position „Equities net“ (Aktien Netto) beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.



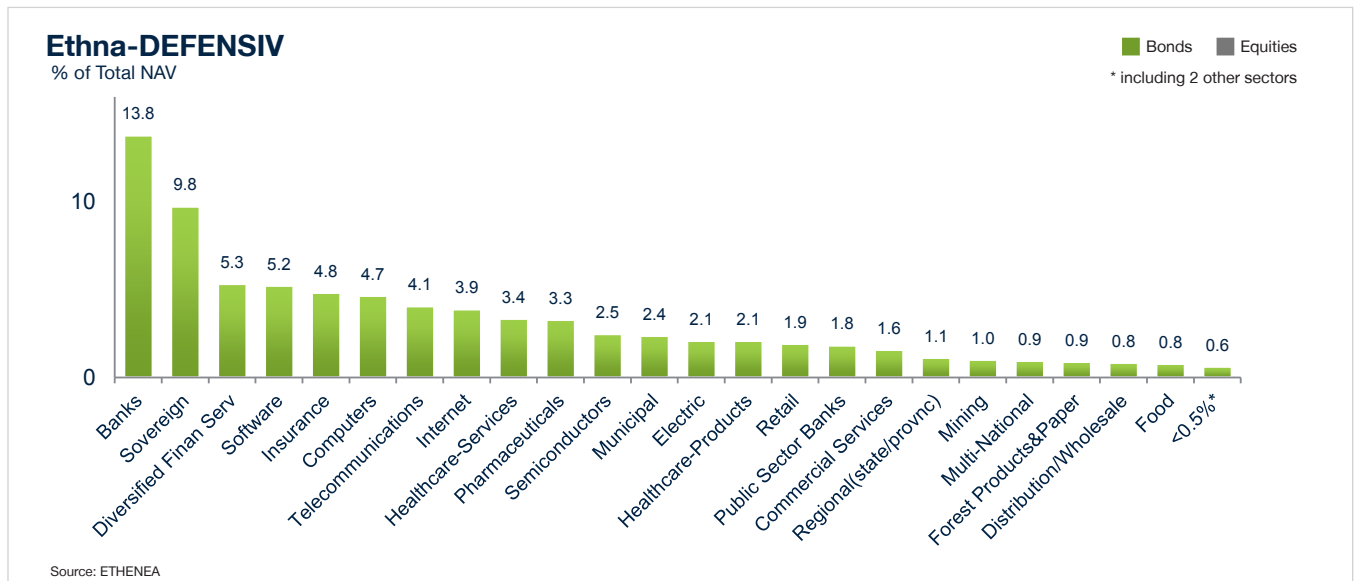
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft*



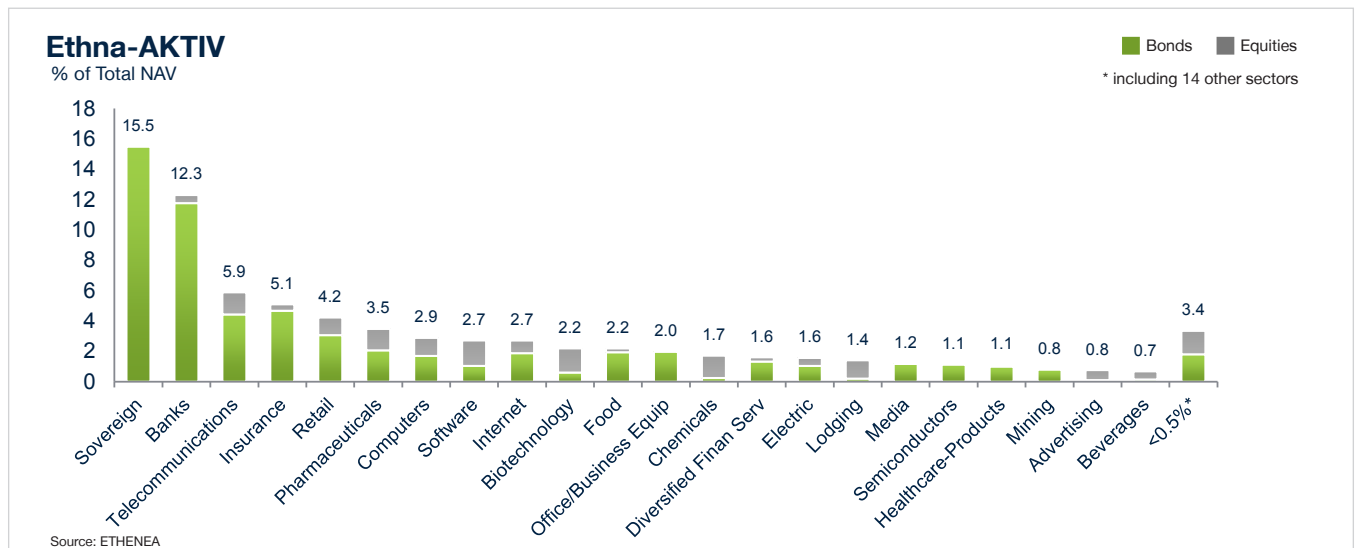
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft*



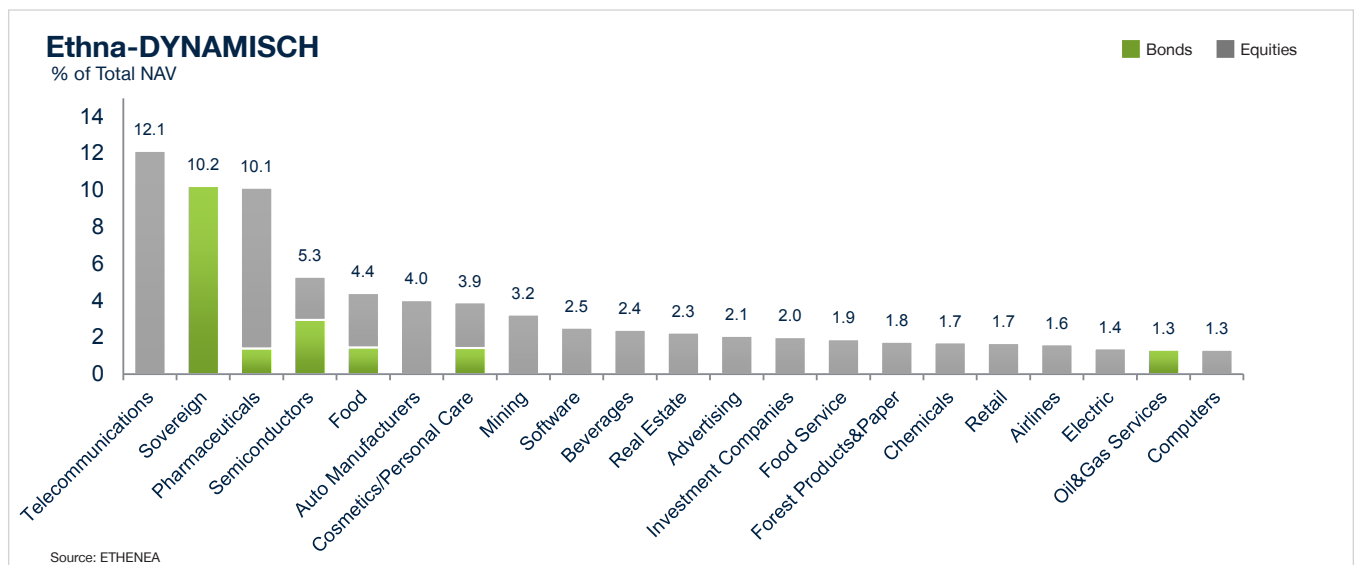
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft*



Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Branche*



Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche*



Grafik 20: 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, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Niels Slikker und Peter Steffen. Außerdem gehören zum Portfolio Management Team (nicht abgebildet): Matthias Brachtel, 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 >>



Wichtige Hinweise >>

Das in diesem Marktkommentar beschriebene Sondervermögen ist ein Luxemburger Investmentfonds (fonds commun de placement), der gemäß Teil I des Luxemburger Gesetzes vom 20. Dezember 2002 über Organismen für gemeinsame Anlagen („Gesetz vom 20. Dezember 2002“) auf unbestimmte Dauer errichtet wurde. Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapiere und vergleichbare Vermögenswerte, das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Maßgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen (Wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekte und Berichte), denen Sie ausführliche Informationen zu den potenziellen Risiken entnehmen können. Diese sind in deutscher Sprache kostenlos erhältlich bei der Verwaltungsgesellschaft ETHENEA Independent Investors S.A., 16, rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach oder bei der Vertreterin in der Schweiz: IPConcept (Schweiz) AG, In Gassen 6, Postfach, CH-8022 Zürich. Zahlstelle in der Schweiz ist die DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich der Produktbeschreibung, stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert, zusammengestellt und geprüft. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 30.06.2016.