



MARKTKOMMENTAR



Goldhamster

Hamsterkäufe sind in der als sicher geltenden westlichen Welt eigentlich lange vergessen. Ebenso war Gold bei Investoren vielfach in den Hintergrund gerückt. Die ultralockere Geldpolitik der Zentralbanken stellt die Marktmechanismen jedoch auf den Kopf. Welche Rolle spielt Gold heute?



Ausgabe vom 31.8.2016

- >> Goldhamster
- >> <u>Makroökonomischer</u> Ausblick
- >> <u>Positionierung der</u> <u>Ethna Funds</u>

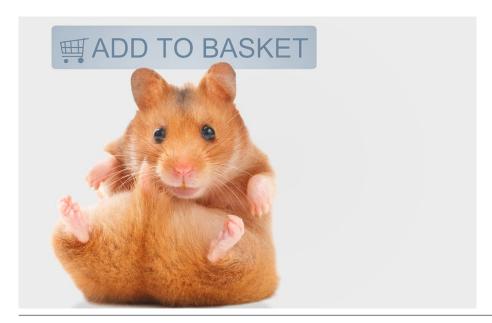


info@ethenea.com

ethenea.com

MARKTKOMMENTAR





Goldhamster

Hamsterkäufe sind in der als sicher geltenden westlichen Welt eigentlich lange vergessen. Ebenso war Gold bei Investoren vielfach in den Hintergrund gerückt. Die ultralockere Geldpolitik der Zentralbanken stellt die Marktmechanismen jedoch auf den Kopf. Welche Rolle spielt Gold heute?

Am vorletzten Augustwochenende war die Republik aufgeschreckt, als an die Presse durchgesickert war, dass die deutsche Bundesregierung angeblich zu Hamsterkäufen auffordere. Genauer gesagt waren Teile des neuen Zivilschutzkonzeptes an die Öffentlichkeit gelangt. Aus dem Zusammenhang gerissen und in Anbetracht der aktuellen Bedrohungslage durch den Terrorismus, hatte dies die Contenance der Bevölkerung erheblich herausgefordert. Das Innenministerium um Thomas de Maizière, der vor allem durch seine Bonmots^{1,2} bekannt ist und dieser Tage sicherlich alle Hände voll zu tun hat, wies in dieser letzten Kommunikationspanne auf ein großes Defizit in Deutschland hin. Die meisten Deutschen haben seit dem Ende des Kalten Krieges kein Gefühl mehr für die Verwundbarkeit des vernetzten Lebens innerhalb der technischen Infrastrukturen von Wasser- und Stromversorgung. Virenattacken durch Terroristen oder feindliche Regimes könnten die Infrastruktur eines Landes für Tage oder gar Wochen lahmlegen. Unter diesem Aspekt ist eine gewisse Bevorratung mit Wasser, Grundnahrungsmitteln und auch beispielsweise Batterien oder Kerzen jedoch keine Panikmache, sondern durchaus sinnvoll oder wie Herr de Maizière es auf einer Konferenz in Berlin ausdrückte: "Vorsicht ist die Mutter der Porzellankiste".3 Zumal es sich hier eben nicht um neue Erkenntnisse handelt und ein entsprechender Ratgeber schon seit einigen Jahren auf der Internetseite des Bundesamtes für Bevölkerungsschutz und Katastrophenhilfe zum Download zu Verfügung steht.

Einerseits hätte die Kommunikation vonseiten des Innenministeriums sicherlich wieder verbessert werden können.

Andererseits hätte eine andere Vorgehensweise den Autor dieses Marktkommentars um seine Einleitung gebracht.

Die Verunsicherung der Bevölkerung bezieht sich aber nicht nur auf Terror und Krieg, sondern auch auf die anhaltende Geldpolitik der Zentralbanken mit negativen oder zumindest sehr niedrigen Zinsen, die, gepaart mit Marktmanipulationen, zu einer stetigen Vertrauensreduktion hinsichtlich der Stabilität der eigenen Währung führt. Bislang geht es um Vertrauensreduktion und nicht um Vertrauensverlust. Allerdings wächst die Besorgnis, ob die Zentralbanken das Experiment der Geldpolitik wirklich im Griff haben. Dieses Thema haben wir bereits in dem einen oder anderen Marktkommentar beleuchtet.

Daher kommen wir nicht umhin, das Thema Gold wieder einmal anzusprechen. In der Vergangenheit standen wir Gold als Anlageklasse tendenziell eher skeptisch gegenüber. Im Hinblick auf eine Vielzahl besserer Anlagen fiel es uns schwer, uns mit dem Edelmetall anzufreunden. In unserem Marktkommentar vom August 2010 haben wir darüber berichtet. Damals kamen wir zu dem Schluss, dass Gold in unseren Fonds zu diesem Zeitpunkt keine Verwendung finden sollte. Mittlerweile sind sechs Jahre vergangen und das Umfeld hat sich gewandelt. Die Renditen an den Anleihemärkten sind tiefer als je zuvor; Die Bewertungen vieler Aktien sind sportlich; Der europäischen Zentralbank wird mittlerweile alles bis hin zu Aktienfondskäufen zugetraut, um das weiterhin anämische Wirtschaftswachstum anzukurbeln; Die Verschuldung der Staaten steigt

^{1 &}quot;Ein Teil dieser Antworten würde die Bevölkerung verunsichern" (Thomas de Maizière in der Pressekonferenz am 18.11.2015 nach Absage des Fußball-Länderspiels in Hannover.)

Als "Büroversehen" wurde am 16.8.2016 ein Schreiben des Innenministeriums bezeichnet, das die Regierung Erdogans in direkte Verbindung zur Hamas und zu den Muslimbruder schaften brachte.

³ Quelle: http://www.welt.de/newsticker/news1/article157839792/De-Maiziere-Vorsicht-ist-die-Mutter-der-Porzellankiste.html

weiter, trotz des Geschenks der rekordtiefen Schuldenzinsen; Mit anderen Worten: Da sich die Welt geändert hat, haben auch wir einen zweiten Blick auf die Thematik Gold geworfen – verbunden mit der Frage, ob wir es denn weiterhin schmähen sollten oder eben nicht.

Kommen wir nun zu den Mythen und Fakten.

Es hält sich bis heute der Mythos, dass der neubabylonische König Nebukadnezar II. (605 bis 562 v. Chr.) in seiner Regierungszeit den Wert einer Unze Gold auf 350 Laibe Brot festgelegt haben soll. Sollte dies tatsächlich stimmen, dann hätte selbiger eine bemerkenswerte Weitsicht gehabt. Denn auch heute entspricht der Wert einer Feinunze Gold fast exakt dem Preis von 350 Laiben Brot.⁴ Trotz intensiver Recherchen des Autors ist dies historisch allerdings nicht belegt. Ferner ist Nebukadnezar II. für die Hängenden Gärten von Babylon bekannt, eines der antiken Weltwunder, sowie für den bibelbekannten Turmbau zu Babel. Gerade Letzterer hat den biblischen Erzählungen zufolge einigen Schaden in der Welt angerichtet.⁵ Insofern ist die ganze Ära um Nebukadnezar II. ziemlich dubios.

Von dieser Ära abgesehen, war Gold über Jahrtausende hinweg ein gebräuchliches Zahlungsmittel, meistens in Form von Goldmünzen. Die ersten einheitlich geprägten Goldmünzen werden Krösus um 560 v. Chr. zugerechnet. In den folgenden Jahrtausenden wurden immer wieder unterschiedliche Goldmünzen geprägt. Bis weit ins 20. Jahrhundert hinein (1971) basierte der Wert einer Währung über das Bretton-Woods-Abkommen tatsächlich auf Gold. Erst der Zusammenbruch dieses Systems, dessen größter Schwachpunkt es war, dass nicht genügend Gold für den Bedarf an Währungen vorhanden war, ließ die heutigen *Papier*währungen entstehen (Fiatgeld).

und ETCs (*Exchange-Traded Commodities*) eine große Rolle bei seiner Entwicklung.

Experten schätzen das physische überirdische Gold auf etwa 166.000 Tonnen, von denen der Großteil als Schmuck verarbeitet ist (Grafik 1). Mit jährlich ca. 4.000 Tonnen ist das Angebot an Gold auch recht überschaubar, wobei der Weltbestand in 2015 um lediglich 3.158 Tonnen neu gefördertes Gold erhöht wurde (Grafik 2). Der gesamte Weltbestand an noch nicht gefördertem Gold wird auf weitere 100.000 Tonnen geschätzt. Das Metall, von dem weltweit ungefähr 280.000 Tonnen existieren, was einem Würfel mit einer Kantenlänge von 24,38m⁷ entsprechen würde, kostet mittlerweile ca. 42,000 USD/kg. oder 10.8

Gold verlor damit den Status als Zahlungsmittel. Der Wegfall

der Executive Order 6102 am 31.12.1974, also die Aufhebung

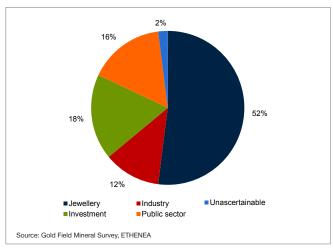
des 40 Jahre währenden Goldbesitzverbotes in den USA, trug

letztlich dazu bei, dass die Entwicklung des Goldpreises auch

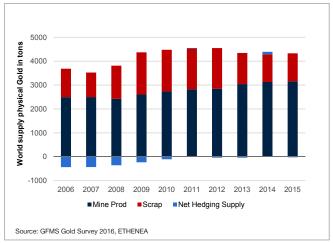
auf Investitionen und Spekulationen zurückzuführen ist. Heutzutage spielen sicherlich ETFs (*Exchange-Traded Funds*)

2015 um lediglich 3.158 Tonnen neu gefördertes Gold erhöht wurde (Grafik 2). Der gesamte Weltbestand an noch nicht gefördertem Gold wird auf weitere 100.000 Tonnen geschätzt. Das Metall, von dem weltweit ungefähr 280.000 Tonnen existieren, was einem Würfel mit einer Kantenlänge von 24,38m⁷ entsprechen würde, kostet mittlerweile ca. 42.000 USD/kg, oder 10,8 Billionen⁸ USD für die gesamte Masse bei aktuellen Preisen. Das ist selbst in der heutigen Zeit der großen Zahlen ein ordentlicher Batzen Geld. Der reale wirtschaftliche Wert allerdings sollte – aufgrund von einem notwendigen industriellen Bedarf in eher homöopathischen Dosen – niedriger sein, zumal Gold bei der industriellen Verwendung nicht verbraucht wird. Gold ist also weder ein Zahlungsmittel noch ein wirklich maßgebliches Industriemetall. Warum also ist Gold so teuer?

Grafik 3 zeigt, dass fast 80 % der Nachfrage nach physischem Gold von Privatpersonen stammt. Schmuck und Investitionen in Form von Goldmünzen und Barren machten im letzten Jahr 3.281 Tonnen der Gesamtnachfrage von 4.124 Tonnen aus. Seit den dunklen Tagen der Finanzmarktkrise und der darauffolgenden Weltwirtschaftskrise in 2009 ist die Nachfrage nach

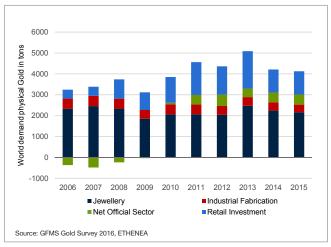


Grafik 1: Verteilung des überirdischen, d.h. bereits geförderten Goldes. Geschätztes Volumen: ca. 166.000 Tonnen



Grafik 2: Globales Angebot an physischem Gold

- Wenn man von einem Brotpreis von 3,50 EUR ausgeht, dann entsprechen 350 Brote 1.225 EUR. Am 25.8.2016 betrug der Preis für eine Feinunze Gold 1.172 EUR.
- Erstes Buch Mose, Kapitel 11
- $\label{eq:Quelle:http://culturalinstitute.britishmuseum.org/asset-viewer/gold-coin-of-croesus/0AELiMNQlBLu8Q?hl=ender and the property of th$
- Bei einem Gewicht von 19,32g/cm³ haben 280.000 Tonnen Gold ein Volumen von 14.492,754m³, was einem Würfel mit einer Kantenlänge von 24,3809m gleichkäme.
- ⁸ US-amerikanische Trillionen



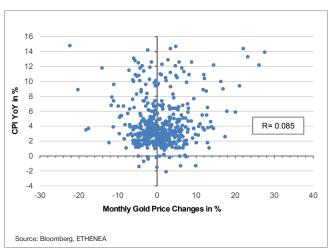
Grafik 3: Globale Nachfrage nach physischem Gold

physischem Gold um 30 % gestiegen. Grafik 4 verdeutlicht allerdings, dass der Markt für ETFs scheinbar bis 2013 wuchs und seitdem eher wieder rückläufig ist, was einen negativen

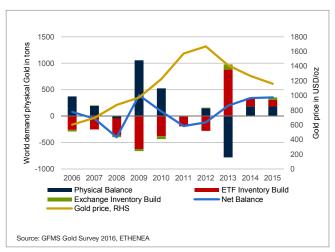
Seit den dunklen Tagen der Finanzmarktkrise und der darauffolgenden Weltwirtschaftskrise in 2009 ist die Nachfrage nach physischem Gold um 30 % gestiegen.

Effekt auf den Goldpreis hatte. Hatte er das wirklich? Der Kausalzusammenhang ist leider nicht ganz so offensichtlich. Es könnte ebenso gut sein, dass der Goldpreis rückläufig war und daher die Gold-ETFs Abflüsse verzeichneten.

Im letzteren Falle stellt sich nun aber naturgemäß die Frage, was denn der Auslöser für den Rückgang des Goldpreises von über 1.800 USD in 2011 auf unter 1.100 USD in 2015 und was der Grund für den erneuten Preisanstieg auf über 1.300 USD war.



Grafik 5: Scattergram der monatlichen Goldpreisänderungen gegenüber den monatlichen Inflationsraten (YoY) seit 1973

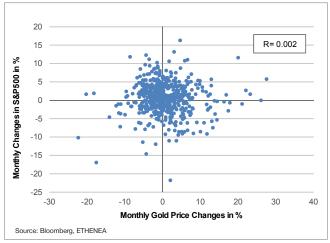


Grafik 4: Nettoangebot an Gold unter Berücksichtigung der ETF/ETC- und Börsenbestände

Eine Theorie, die sich hartnäckig hält, besagt, dass Gold ein hervorragender Inflationsschutz sei. Wenn dies wirklich so wäre, dann sollte es doch zumindest einen positiven Zusammenhang zwischen Goldpreisänderungen und den Preissteigerungsraten geben. Ein kurzer Blick auf das Scattergram der Goldpreisänderungen gegenüber den Inflationsraten (Grafik 5) zeigt aber, dass

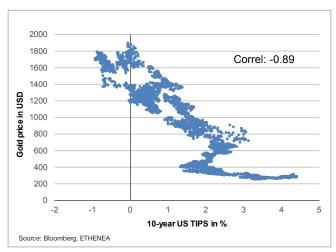
De Eine Theorie, die sich hartnäckig hält, besagt, dass Gold ein hervorragender Infaltionsschutz sei.

kein statistisch (linearer) relevanter Zusammenhang zwischen diesen Parametern besteht. Der Korrelationskoeffizient ist mit 0,085 sehr nahe an Null. Möglicherweise könnte man die Daten noch *massieren*, also unterschiedliche Zeitverschiebungen untersuchen, um einen besseren Zusammenhang herzustellen. Der Autor hat allerdings darauf verzichtet. Grafik 6 wiederum offenbart, dass auch kein linearer Zusammenhang zwischen Goldpreisen und Aktienkursen zu bestehen scheint.



Grafik 6: Scattergram der monatlichen Goldpreisänderungen gegenüber den monatlichen Änderungen des Aktienindex S&P 500 seit 1973

[&]quot;Der Korrelationskoeffizient (auch: Korrelationswert) oder die Produkt-Moment-Korrelation (von Bravais und Pearson, daher auch Bravais-Pearson-Korrelation oder Pearson-Korrelation genannt) ist ein dimensionsloses Maß für den Grad des linearen Zusammenhangs zwischen zwei mindestens intervallskalierten Merkmalen. Er kann Werte zwischen –1 und +1 annehmen. Bei einem Wert von +1 (bzw. –1) besteht ein vollständig positiver (bzw. negativer) linearer Zusammenhang zwischen den betrachteten Merkmalen. Wenn der Korrelationskoeffizient den Wert 0 aufweist, hängen die beiden Merkmale überhaupt nicht linear voneinander ab." Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/Korrelationskoeffizient



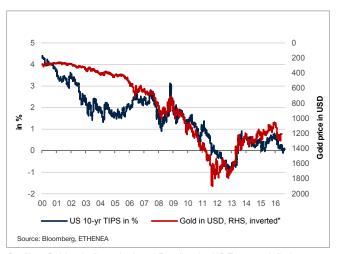
Grafik 7: Scattergram des Goldpreises und der inflationsgeschützen 10-jährigen US-Rendite seit Januar 2000

Dies legt nahe, dass weder Inflation noch Aktienhaussen den Goldpreis zu beeinflussen scheinen. Ist es am Ende vielleicht doch die simple Balance zwischen Angebot und Nachfrage?

Grafik 7 zeigt eine weitere Möglichkeit auf. Die Goldpreisänderungen scheinen in einem Zusammenhang zur realen Rendite von 10-jährigen US-amerikanischen Treasury Inflation Protected Securities (TIPS) zu stehen. Der Korrelationskoeffizient von -0,89 weist auf einen hohen linearen Zusammenhang hin. Auch Grafik 8 veranschaulicht, dass eine niedrige Realverzinsung einen hohen Goldpreis bedingt bzw. umgekehrt. Jedoch ist auch hier nicht offensichtlich, welche die *erklärende* und welche die *zu erklärende* Variable ist. Im Rahmen dieser Publikation lässt sich dies jedoch nicht abschließend erläutern. Nur so viel sei gesagt: Es ist wahrscheinlich, dass sowohl die

Ein erhöhtes Maß an Unsicherheit und Angst führt zu höheren Goldpreisen und zu niedrigeren Realzinsen.

niedrige TIPS-Rendite als auch der hohe Goldpreis zwei unterschiedliche Ausprägungen derselben Ursache sind. Ein erhöhtes Maß an Unsicherheit und Angst führt zu höheren Goldpreisen und zu niedrigeren Realzinsen. Letztere sind ja nur insofern für Investoren akzeptabel, als der Verlauf der zukünftigen Inflationsraten unsicher ist, wie beispielsweise im Falle einer nicht mehr funktionierenden Geldpolitik oder eines instabil werdenden Geldwertes.



Grafik 8: Goldpreis (invertiert) und Rendite der US Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)

Somit kommen wir vielleicht endlich zur Beantwortung der Frage, warum Gold so teuer ist. Gold war und ist auch weiterhin eine (gangbare) Möglichkeit, um Vermögen aus einem Währungsregime in ein neues zu transportieren. Gold lässt sich gut verstecken, besser als die meisten anderen sogenannten *realen* Werte, wie beispielsweise Immobilien oder Grundstücke. In Zeiten von Währungsreformen und Hyperinflationsraten werden oft sogenannte Goldbesitzverbote ausgesprochen und daher erscheint es wenig sinnvoll, das private Gold bei der Bank zu deponieren.

Für Investoren, wie wir es sind, hat Gold in diesen Zeiten¹¹ weniger die Funktion der Sicherheitsverwahrung. Die geringe Korrelation des Goldpreises mit Aktienkurs- und Nominalzinsänderungen machen es vielmehr zu einer begehrten Portfoliobeimischung, denn dadurch wird der potenzielle Diversifikationseffekt maximiert. In der Vergangenheit, als Cashbestände noch Zinserträge generierten, war uns dieser Aspekt nicht signifikant genug. In der heutigen Zeit allerdings, in der Cash mit Strafzinsen belegt ist, sind die Kosten für das Halten von Gold in Form von ETFs oder ETCs sehr vergleichbar.

Aus diesem Grund hat sich das Portfolio Management Team von ETHENEA nach eingehender Analyse dazu entschlossen, dem Ethna-AKTIV Gold beizumischen.

Autoren >>>

Guido Barthels

Portfolio Manager ETHENEA Independent Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

^{10 1.000.000} USD in Form von Gold hätte bei einem Kurs von 1.200 USD pro Feinunze à 31,1034768g ein Gewicht von 25,9kg und als Würfel eine Kantenlänge von gerade einmal 11cm.

¹¹ Wir stellten bereits mehrfach die Frage in den Raum, inwieweit die Schuldenexpansion der Staaten und die Geldpolitik der großen Zentralbanken fortgesetzt werden können.

Makroökonomischer Ausblick >>

Allmählich neigt sich der Sommer dem Ende zu. Die Urlaubszeit ist vorbei, und die Romane, die unsere Power Naps am Strand begleitet haben, stehen wieder in ihren physischen oder virtuellen Regalen. Es ist nun an der Zeit, das Schlusskapitel für dieses Jahr aufzuschlagen. Um Ihnen den Start ins Schlussquartal möglichst einfach zu machen, fassen wir in dieser Ausgabe unsere Einschätzung zur globalen Wirtschaft zusammen. Das Fed-Rätsel und die Entwicklungen der Konjunkturzyklen der großen Wirtschaftsregionen werden den Leitfaden bilden.

Das Fed-Rätsel

Da wären wir also wieder. In ihrer Rede auf der Konferenz der Notenbanker in Jackson Hole gab Janet Yellen erneut Anlass zu Spekulationen über eine eventuelle Leitzinserhöhung auf der nächsten Fed-Sitzung im September. Nach zwei Fehlschlägen und einer Zinserhöhung im Dezember 2015 ist das ihr vierter Versuch, den Leitzins anzuheben. Grafik 9 zeigt die vom Markt implizierte Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung bei der nächsten Fed-Sitzung (in Blau) und die derzeitige Fed Fund Rate (in Rot). Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Textes liegt die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung bei der nächsten Fed-Sitzung am 21. September etwas unter 40 %, was vergleichbar ist mit den Markterwartungen vor großen Enttäuschungen der Vergangenheit.

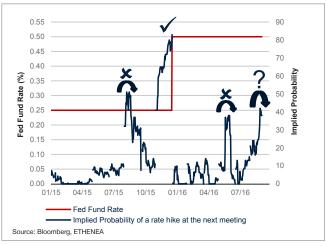
Sind die Marktteilnehmer nicht in der Lage, Zinserhöhungen vorauszusehen, oder funktioniert die Kommunikation

der US-Notenbank (auch bekannt als *Forward Guidance*) einfach nicht? Während diese rhetorische Frage sicherlich ein

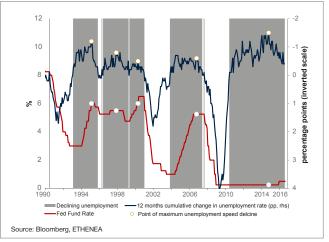
2) Sind die Marktteilnehmer nicht in der Lage, Zinserhöhungen vorauszusehen, oder funktioniert die Kommunikation der Fed einfach nicht? ((

gewisses Maß an Wahrheit birgt, liegt der tatsächliche Grund wohl vor allem darin, dass die mehr als 19.000 Mitarbeiter der Fed¹² ganz einfach nicht wissen, was sie tun sollen.

Ist es an der Zeit, dass die Fed zum zweiten Mal in diesem Zyklus die Zinsen erhöht? Die ehrliche Antwort von Janet Yellen müsste eigentlich *ja* zu einer weiteren Zinserhöhung und *nein* zu einer zweiten Zinserhöhung sein. *Ja* zu einer weiteren Zinserhöhung, da die Bedingungen dafür schon seit Jahren gegeben sind. Grafik 10 zeigt das seit 25 Jahren währende stabile Verhältnis zwischen der Arbeitsmarktdynamik und der Fed Fund Rate. Die Zeiträume rückläufiger Arbeitslosenquoten sind grau hervorgehoben. Mit Ausnahme des gegenwärtigen Zinszyklus begann die Fed in der Vergangenheit zwölf Monate nach einem Rückgang der Arbeitslosigkeit, die Zinsen zu erhöhen. Klar ist, dass die Fed im gegenwärtigen Zyklus mit Zinserhöhungen hinterherhinkt. Offensichtlich ist aber auch, dass dieser Zyklus anders war. Dessen ungeachtet steht die Ampel weiter auf Grün für eine erneute Zinserhöhung.

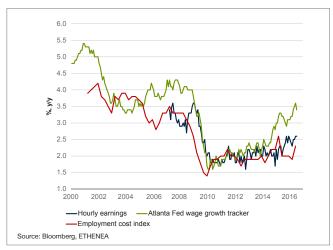


Grafik 9: Fed Fund Rate: Erwartungszyklus



Grafik 10: Der Fed Fund Rate-Zyklus im Hinblick auf den Arbeitsmarktzyklus

 $^{{}^{12}\} Quelle: \underline{http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2015-annual-report.pdf}, p. 398 \underline{http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2015-annual-repor$



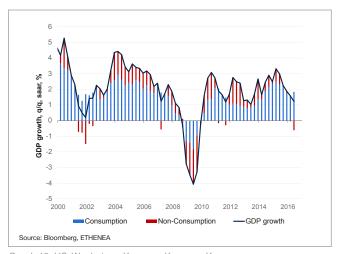
Grafik 11: US-Lohnentwicklung

Allerdings heißt es nein zu einer zweiten Zinserhöhung, da der Rückgang der Arbeitslosenquote bereits seinen Zenit überschritten hat. In der Vergangenheit beendete die Fed ihren Zinserhöhungskurs, wenn die Geschwindigkeit, mit der die Arbeitslosigkeit zurückging (in Blau) am höchsten war (weiße Punkte). Die Geschwindigkeit des Rückgangs wird anhand der kumulativen Veränderungen der Arbeitslosenquote über einen Zeitraum von zwölf Monaten gemessen. Entsprechend dieser Kennzahl ist es mittlerweile zu spät für eine zweite Zinserhöhung, denn die Geschichte lehrt uns, dass die Zinserhöhung schon hätte stattfinden müssen. Die erste Zinssenkung erfolgt gewöhnlich in den zwölf Monaten nach dem niedrigsten Arbeitslosenstand. Die Fed befindet sich also in einer Zwickmühle, wobei ihre Unentschlossenheit sich in ihren widersprüchlichen Statements widerspiegelt, was eine unangemessene Volatilität der Anlegererwartungen hervorruft (Grafik 9).

Wir stehen also wieder einmal an demselben Punkt. Ist es an der Zeit, dass die Fed zum zweiten Mal in diesem Zyklus die Zinsen erhöht? Unseres Erachtens *ja*, denn die USA, und die Weltwirtschaft im Allgemeinen, erfreuen sich eines günstigen Umfelds. Fragen Sie uns aber nicht, wann es so weit sein wird, falls es überhaupt dazu kommen wird.

Konjunkturzyklus in den USA

Das abnehmende Tempo beim Rückgang der Arbeitslosigkeit entspricht unserem Szenario, dass der US-Konjunkturzyklus bereits in einer fortgeschrittenen Phase ist, die wir als Zeitraum der Wachstumsabschwächung und der zunehmenden Inflation definieren. Zur Veranschaulichung hier einige Zahlen: Das BIP-Wachstum schwächte sich (zum Vorquartal, saisonbereinigt) von 3,6 % im zweiten Quartal 2015 auf 1,1 % im zweiten Quartal 2016 ab, und die Anzahl der neu geschaffenen Stellen, gemessen an den Beschäftigungsverhältnissen außerhalb des Landwirtschaftssektors (Non-Farm Payroll) sank von durchschnittlich 250.000 pro Monat im zweiten Quartal 2015 auf 150.000 im zweiten Quartal 2016.



Graph 12: US-Wachstum: Konsum, Konsum, Konsum

Ein Blick auf die Preisentwicklungen in diesen beiden Quartalen liefert ein perfektes Spiegelbild. Die Kerninflation tendierte leicht nach oben (von 1,4 % vor einem Jahr auf 1,6 %), und die Stundenlöhne stiegen um 2,6 %, verglichen mit 2 % im Vorjahr. Grafik 11 bildet drei Statistiken zur Lohnentwicklung ab, die von Ökonomen und der Fed genau im Auge behalten werden und den Eindruck einer allmählich ansteigenden Lohninflation bestätigen.

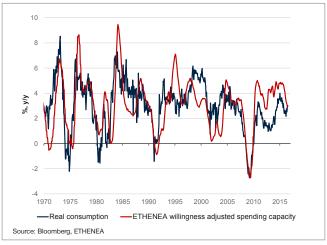
Während das nachlassende Wachstum und eine sich beschleunigende Inflation kontraintuitiv erscheinen mögen, entsprechen sie durchaus der Wirtschaftstheorie. In der fortgeschrittenen Phase eines Zyklus ist die Arbeitslosigkeit gering, und es wird schwieriger für Unternehmen, neue Mitarbeiter einzustellen, ohne die Löhne zu erhöhen. Infolgedessen steigt die Kosten-

Infolgedessen steigt die Kostenbasis und mit ihr die Inflation.

basis und mit ihr die Inflation. In den USA dürfte die Kerninflation in den kommenden Quartalen allmählich zulegen, während die Headline-Inflation wohl schneller steigen wird, da negative Basiseffekte aufgrund des starken US-Dollar und des schwachen Ölpreises nachlassen.

Was das Wachstum anbelangt, so bleibt der Konsum die stärkste Kraft im US-amerikanischen Konjunkturzyklus. Zur Erläuterung wird in Grafik 12 das BIP-Wachstum in zwei Komponenten, namentlich Konsum und Nicht-Konsum (d. h. alle anderen Bereiche, wie Investitions- und Regierungsausgaben oder Nettoausfuhren) aufgeteilt. Im letzten Quartal war das Wachstum einzig auf den Konsum zurückzuführen, während die Komponente Nicht-Konsum schrumpfte – eine recht ungewöhnliche Situation.

Die jüngsten Indikatoren zum Konsum lassen vermuten, dass diese Schlüsselkomponente robust bleibt. Das Verbrauchervertrauen befindet sich auf einem hohen Niveau, und die Daten zu den Einzelhandelsumsätzen tendieren weiter nach



Graph 13: US-Konsum an einem kritischen Punkt

70 -World Trade --US manufacturing production -ISM manufacturing index Source: Bloomberg, ETHENEA Grafik 14: Der US-Produktionszyklus hat sich noch nicht verwirklicht

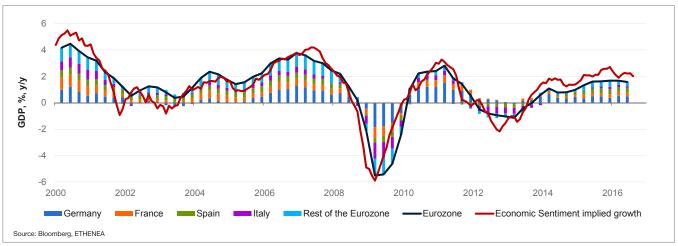
oben. Ferner sind die monatlichen Daten zu den Ausgaben der Privathaushalte, die für Schätzungen zum BIP herangezogen werden, stark, was darauf hindeutet, dass das BIP-Wachstum im dritten Quartal anziehen dürfte. Unserem ökonometrischen Modell zufolge dürfte das BIP um 3,6 % zulegen. Der bereitschaftsadjustierte ETHENEA-Indikator zur Ausgabekapazität, der verschiedene Aspekte der Konsumfunktion wie Löhne und Gehälter, Verbrauchervertrauen, Arbeitsmarktentwicklung und Verbraucherkredite berücksichtigt, deutet indes auf eine leichte Abkühlung hin, bei einer weiterhin robusten Konsumentwicklung.



Grafik 15: Keine Rückkehr der Investitionen in Sicht

Das fehlende Puzzlestück in diesem Konjunkturzyklus sind indes die Ausrüstungsinvestitionen. Diese haben sich nie ganz erholt, da die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe nach der globalen Finanzkrise verhalten blieb und der Ölpreisrückgang den Investitionszyklus der Schieferölförderung beendete. Die jüngsten Indizes für das verarbeitende Gewerbe ließen Erwartungen aufkommen, dass in den USA ein Minizyklus einsetzen könnte. Letztlich schlug sich diese Hoffnung jedoch nicht in Daten nieder. Die Industrieproduktion in den USA und der Welthandel bewegen sich seitwärts, und die Erholung des ISM-Index für den Produktionssektor kam im August zu einem abrupten Ende (Grafik 14). Die Aufträge für langlebige Güter, ohne deren volatilste Komponenten, waren weiterhin rückläufig (Grafik 15), was darauf hindeutet, dass eine Erholung der Investitionstätigkeit auf sich warten lässt. Der Beginn eines neuen Investitionszyklus wäre als sehr positive Meldung zu betrachten, da sich darin ein neues Vertrauen in die Zukunft widerspiegeln würde.

Der US-Geschäftszyklus ist in eine Spätphase eingetreten, in der sich das Wachstum allmählich abschwächt und die Inflation etwas an Dynamik hinzugewinnt, obschon der Konsum - die tragende Säule der Erholung in den USA - im dritten Quartal sehr stark ausfallen dürfte. Die Investitionstätigkeit blieb schwach, und der Minizyklus im verarbeitenden Gewerbe ist ausgeblieben.



Grafik 16: Mäßige Wachstumsaussichten in der Eurozone

Konjunkturzyklus in der Eurozone

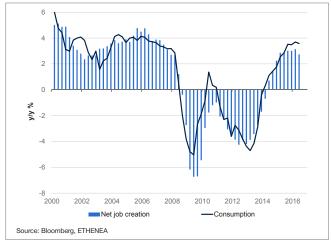
In der Eurozone war das Wachstum in den letzten Quartalen mit durchschnittlich rund 1,6 % -1,7 % im Vergleich zum Vorjahr robust. Der Stimmungsindikator der Europäischen Kommission (Grafik 16) deutet auf ein anhaltendes, jedoch langsameres Wachstum hin. Die Analyse der vier größten Volkswirtschaften in der Eurozone (Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien), die 76 % des BIP der Eurozone erwirtschaften, weist darauf hin, dass das Wachstum in Spanien und Italien den Höhepunkt erreicht hat, während es in Deutschland und Frankreich stabil geblieben ist.

Der Arbeitsmarkt der Eurozone entwickelte sich in den vergangenen drei Jahren dynamisch, obwohl weiterhin eine von zehn Personen arbeitslos ist. Die Arbeitslosenquote ist über einen Zeitraum von drei Jahren um solide 2 Prozentpunkte

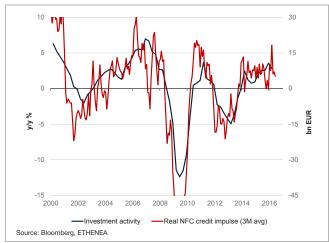
Die Anzahl neu geschaffener Arbeitsplätze scheint sich abzuschwächen, was den Konsum letztlich wieder dämpfen wird.

zurückgegangen. Die Zahl der neu geschaffenen Stellen ist in den vergangenen 18 Monaten um 3 % zum Vorjahr gestiegen (Grafik 17), was den Konsum beflügelte. Mittlerweile scheint sich die Anzahl neu geschaffener Arbeitsplätze abzuschwächen, was den Konsum letztlich wieder dämpfen wird.

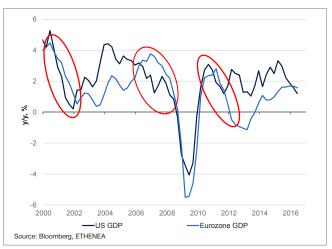
In Sachen Investitionstätigkeit spricht die Kreditvergabe an Nicht-Finanzunternehmen weiterhin für einen moderaten Investitionszyklus (Grafik 18). Angesichts dessen ist die lockere Geldpolitik der EZB, die aus negativen Zinsen und einem umfangreichen Programm von Wertpapierkäufen (einschließlich Kreditinstrumenten) besteht, folgerichtig.



Grafik 17: Arbeit und Konsum



Grafik 18: Ein fragiler Kreditzyklus unterstützt die Investitionstätigkeit



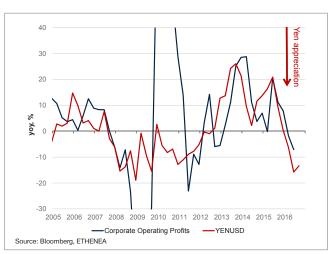
Grafik 19: Die US-Wirtschaft zieht die Eurozonen-Wirtschaft mit, hoch und runter

Ähnlich wie in den USA ist den jüngsten Indikatoren zufolge eine Wachstumsabkühlung zu erwarten. Dies Abkühlung wird durch den Vergleich der Konjunkturzyklen in den USA und der Eurozone bestätigt (Grafik 19). Die US-Wirtschaft wird zu Recht als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft bezeichnet, das heißt, sie zieht den Rest der Welt mit, und zwar sowohl was Aufschwünge, als auch was Abschwünge betrifft. Dieses Jahr hat sich das Wachstum in den USA abgeschwächt; momentan ist es schwächer als in der Eurozone. Seit 2000 ist es drei Mal zu dieser Situation gekommen (rote Kreise), und jedes Mal folgte darauf auch ein Abschwung in Europa.

Angesichts dessen dürfte die EZB am 8. September wohl die Füße eher still halten. Der Brexit-Schock hat sich auf die Wirtschaft in der Eurozone kaum ausgewirkt, und die Frühindikatoren deuten weiterhin auf ein moderates Wachstum hin. Die Inflation bleibt angesichts einer Gesamtinflationsrate von 0,2 % und einer Kerninflationsrate von 0,9 % im Juli für die EZB unerwünscht niedrig. Die Entscheidung darüber, ob die quantitative Lockerung in Europa über März 2017 hinaus verlängert oder allmählich beendet werden soll, dürfte wohl auf die Sitzung im Dezember hinausgeschoben werden, da derzeit kein dringender Handlungsbedarf besteht.

Konjunkturzyklus in Japan

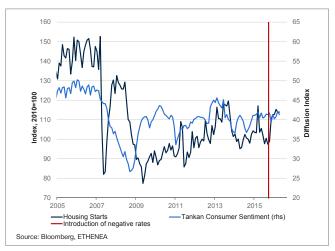
Im zweiten Quartal 2016 wuchs die japanische Wirtschaft fast nicht. Ungeachtet dessen, dass einige statistische Artefakte diese Zahl dämpften, weisen auch andere Indikatoren auf eine schwache Konjunktur im zweiten Quartal hin. Trotz des immer angespannteren Arbeitsmarktes und eines gewissen Anstiegs der Löhne und Gehälter bleibt der Konsum verhalten. Darüber hinaus sind die Unternehmen immer weniger dazu bereit zu investieren, da ihre Gewinne unter der Aufwertung des Yen leiden (Grafik 20). Die Auslandsnachfrage ist somit der einzige Antriebsfaktor für einen neuen Geschäftszyklus. Allerdings



Grafik 20: Die Rentabilität japanischer Unternehmen leidet unter dem starken Yen

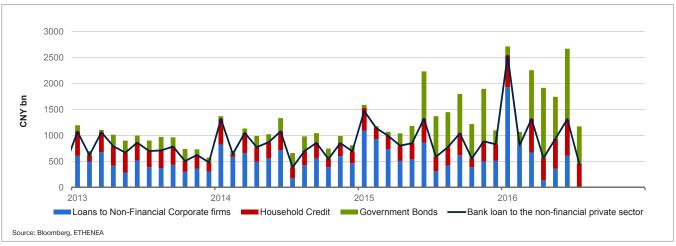
bleibt die globale Aktivität moderat, und die Industrieproduktion sowie die Exporte schwanken weiterhin *unentschlossen* hin und her¹³.

Die Inflation ließ im zweiten Quartal deutlich nach, was die japanische Notenbank nicht ignorieren kann. Interessanterweise kündigte sie aber eine umfassende Überprüfung ihrer gegenwärtigen Geldpolitik an, deren Ergebnisse im September veröffentlicht werden sollen, anstatt ihre bereits sehr expansive Geldpolitik erneut zu lockern. Die negative Zinspolitik änderte nichts an der Sparbereitschaft der Japaner. Sie bleiben eiserne Sparer, der Konsum hat nicht zugelegt und die negativen Zinsen konnten selbst der Währung nichts anhaben. Der gewünschte Effekt der Negativzinspolitik auf die Inflation ist daher seit ihrer Einführung ausgeblieben. Allerdings macht die japanische Notenbank immer wieder geltend, den Anstieg neuer Wohnungsbauprojekte begünstigt zu haben (Grafik 21). In Bezug auf Wertpapierkäufe äußert sich die Notenbank mittlerweile verhaltener. Hinsichtlich der September-Überprüfung



Grafik 21: NIRP – wahrscheinlich keine Belebung der Konjunktur

¹³ Quelle: http://www.meti.go.jp/english/statistics/tyo/iip/index.html



Grafik 22: Kreditwachstum in China

erwarten wir eine Verlagerung von Wertpapierkäufen auf negative Zinsen als bevorzugtes geldpolitisches Instrument. Da es der japanischen Wirtschaft aber weiter an Antriebsfaktoren für eine Wachstumsbeschleunigung mangelt, dürfte der Konjunkturzyklus weiterhin nicht gerade aufregend ausfallen.

Geschäftszyklus in China

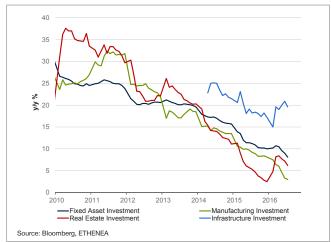
Das Wirtschaftswachstum in China erwies sich im zweiten Quartal mit über den Erwartungen liegenden 6,7 % zum Vorjahr als robust. Ausschlaggebend war einmal mehr der Immobilienmarkt, getrieben durch eine starke Kreditvergabe an die Privathaushalte. Was die Neufinanzierung im zweiten Quartal über das Niveau im ersten Quartal hob, war die Emission von Kommunalanleihen, welche die Kreditvergabe der Banken beinahe verdoppelte (Grafik 22 zum monatlichen Kreditwachstum). Während sich die Infrastrukturinvestitionen im Zuge dieser erhöhten fiskalpolitischen Finanzierungen beschleunigten, waren die Anlageinvestitionen insgesamt im zweiten Quartal erneut schwächer. Entscheidend hierfür waren die Immobilieninvestitionen (Grafik 23), deren Wachstum sich parallel zur Verlangsamung der Immobilienpreise abschwächte. Die Abkühlung der Investitionen im Bausektor zeigt, dass der Immobilienzyklus seinen Höhepunkt im zweiten Quartal überschritten hat. In der zweiten Jahreshälfte werden sich die Verkaufszahlen und Preise weiter abschwächen, da die Kommunalregierungen ihre Vorschriften verschärfen werden, um den überhitzten Markt abzukühlen.

Abgesehen von einem robusten Kreditwachstum überraschte auch die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe positiv. Unterstützt wurde diese Entwicklung von einer Erholung der Rohstoffpreise, die sich jedoch als kurzlebig erweisen könnte, da sich der Ausblick für die globale Nachfrage nicht verbessert hat und eine Reduzierung überschüssiger Kapazitäten erst bedingt in Angriff genommen wurde.

Das stabile Wachstum im zweiten Quartal und die Stabilisierung der Devisenabflüsse, ungeachtet der stetigen Abschwächung der Währung, boten der Regierung die Gelegenheit, sich stärker auf Reformen zu konzentrieren als auf Wachstums-

Die Abkühlung der Investitionen im Bausektor zeigt, dass der Immobilienzyklus seinen Höhepunkt im zweiten Quartal überschritten hat.

unterstützung. Das zweite Quartal war von der Ankündigung von Regulierungen für den Finanzsektor und dem politischen Fokus auf Reformen geprägt. Angebotsseitige Reformen in Form einer Reduzierung überschüssiger Kapazitäten würden die Industrieproduktion drosseln, was zu Arbeitsplatzverlusten führen und somit auch den Konsum belasten würde. Folglich haben die Kommunalregierungen wenig Appetit auf konkrete



Grafik 23: Abwärtstrend bei Immobilieninvestitionen in China

Maßnahmen in der Folge dieser Ankündigungen gezeigt. Ferner steht eine Reduzierung der Verschuldung vorerst nicht auf der Agenda, da der Nationale Volkskongress als Zielwert für das jährliche Kreditwachstum 13 %, also das Doppelte des angepeilten BIP-Wachstums, ausgegeben hat.

Während das zweite Quartal eine Atempause von der seit der globalen Finanzkrise verzeichneten Abschwächung des Trendwachstums bot, droht für die zweite Jahreshälfte 2016 in der Folge der Wende im Immobilienzyklus eine erneute Abkühlung. Die Regierung wird sich wieder auf wachstumsfördernde Maßnahmen, wahrscheinlich über weitere Infrastrukturinvestitionen, aber auch über mehr Kredite, konzentrieren, um ihr jährliches Wachstumsziel einzuhalten. Damit dürfte sich die Verschuldung weiter erhöhen und die Instabilität in Chinas Finanzsystem zunehmen. Während sich die Märkte in letzter Zeit nur wenig für China zu interessieren scheinen, erachten wir die wirtschaftlichen Ungleichgewichte des Landes als erhebliches Risiko für unser Szenario.

Epilog

Während der Sommermonate legte die Wirtschaftsaktivität nach dem Brexit-Schock stetig zu. Allerdings sind in den vier von uns beschriebenen Volkswirtschaften zahlreiche Anzeichen für eine Wachstumsabkühlung auszumachen, die allerdings allesamt nicht dramatisch ausfielen. Die Abwärtsrisiken werden daher als geringer wahrgenommen, was durch das Ausbleiben dramatischer Schlagzeilen zu Wirtschaft und Finanzmärkten belegt wird.

Der positive Nachrichtenfluss zur Wirtschaftslage gekoppelt mit anhaltenden Finanzspritzen, lächerlich niedrigen Zinsen und der hohen Wachsamkeit der Zentralbanken hat den Grundstein für eine Erholung an den Aktienmärkten und – noch überraschender – für fortgesetzt niedrige Renditen auf Staatsanleihen gelegt. Wie sehr die Politik der quantitativen Lockerung die Preise von Vermögenswerten verzerrt, ist eine Frage, die den Rahmen dieses Marktkommentars sprengen würde. Dem interessierten Leser empfehlen wir zu diesem Thema unser jüngstes APROPOS.

Autor >>

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

Positionierung der Ethna Funds >>>







Ethna-DEFENSIV

Während 10-jährige US-Treasuries sich den Monat über seitwärts bewegt haben, sind die kurzfristigen Zinsen - getrieben von einer höheren impliziten Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung der Fed im September – gestiegen. Dies resultierte in einem weiteren Abflachen der Zinskurve. Während wir eine Zinserhöhung im September nicht gänzlich ausschließen können, rechnen wir gleichwohl damit, dass die Fed weiterhin sehr vorsichtig agieren wird. Angesichts gemischter makroökonomischer Daten erwarten wir keinen erheblichen Anstieg der langfristigen Zinsen. Aus diesem Grund haben wir die Modified Duration unseres Portfolios im Laufe des Monats erhöht. Gleichzeitig liegt die laufende Verzinsung des Portfolios minimal unter dem Vormonatswert. Wir haben dabei in erster Linie im Bereich BBB und Non-Investmentgrade nachgekauft und das Exposure zu Bonds mit einem Rating von AA und A leicht reduziert, da deren Risiko in unseren Augen weniger attraktiv gepreist ist.

Auf der Währungsseite haben wir günstige Einstiegskurse genutzt, um unser GBP- und USD-Exposure auszubauen. Demgegenüber haben wir EUR-, NOK- und AUD-Positionen abgebaut. Insbesondere unsere GBP-Position dient unter anderem als implizite Absicherung unserer GBP-denominierten Anleihen, da ein höher als erwartetes Zinsniveau in Großbritannien zwar auf die Anleihekurse drücken, aber gleichzeitig die nach dem Brexit geschwächte Währung nach oben treiben würde. Wir haben unsere Cashposition weiter reduziert, um von den höheren Zinserträgen in Anleihen zu profitieren.

Ethna-AKTIV

Im August verharrten die Märkte in einer Seitwärtsbewegung mit enger Bandbreite. So handelte die Rendite von 10-jährigen US-Treasuries in einer Spanne von 15 Basispunkten, während sich der S&P 500 in einer Bandbreite von 50 Indexpunkten bewegte. Trotz dieses Seitwärtstrends konnte der Ethna-AKTIV das Umfeld nutzen und über 0,5 % zulegen.

Aufgrund der permanenten Veränderung der ökonomischen Rahmenbedingungen und der implementierten Geldpolitik (QE, NIRP, ZIRP, etc.) hat das Portfolio Management Team beschlossen, das bisherige Investmentuniversum zu erweitern und Gold in den Investmentprozess mit einzubeziehen. Dies geschah aus den folgenden Gründen: Gold ist ein qualitativ hochwertiger Geldersatz, insbesondere in einem Umfeld, in dem Geld negativ verzinst wird und vermeintlich sichere und langläufige Anleihen ebenfalls eine negative Verzinsung aufweisen. Gold ist ein physischer Vermögenswert und kann entsprechend, im Gegensatz zu Fiat-Geld, nicht durch die Interventionen von Regierungen und Zentralbanken künstlich erschaffen oder aufgeblasen werden. Zusätzlich besitzt Gold eine niedrige Korrelation mit traditionellen Finanzinstrumenten wie Aktien oder Anleihen. Im Portfoliokontext dient Gold entsprechend als volatilitätsreduzierendes Instrument und Absicherung für andere Portfoliopositionen. Daher hat das Portfolio Management Team eine kleine Position in Gold, von 4 % bis 5 %, ins Portfolio aufgenommen.

Durch die Integration von Gold als sicherer Vermögenswert im Portfoliokontext wurde damit begonnen, den Bestand an US-Treasuries zu reduzieren und die Kursgewinne auf die Positionen zu realisieren. Infolgedessen ist das durchschnittliche Rating leicht von BBB+ auf BBB gesunken, während gleichzeitig die Modified Duration minimal anstieg. Im gegenwärtigen Marktumfeld agieren wir weiterhin sehr selektiv in Bezug auf Einzeltitel auf der Anleiheseite. Das bedeutet, dass wir weiterhin Positionen reduzieren, welche unserer Ansicht nach zu teuer geworden sind und entsprechend Kursgewinne realisieren. Auf der anderen Seite suchen wir weiterhin nach attraktiven Opportunitäten, primär im USD-Markt und mit einem Rating von A bis BBB, da diese Anleihen das attraktivste Risiko-Rendite-Profil aufweisen.

Auf Monatssicht wurde die Nettoaktienquote leicht erhöht. Dies geschah primär durch den Einsatz von Futures, welche aufgrund ihrer Liquidität jederzeit geschlossen werden können und somit, wenn nötig, eine schnellere Risikoadjustierung erlauben.

Auf der Währungsseite wurde das USD-Exposure etwas reduziert und, in Folge der gestiegenen Zinserwartungen bezüglich der Fed, Kursgewinne realisiert. Trotz dieser Reduktion bleibt der USD weiterhin unsere größte Fremdwährungsposition im Portfolio. Hier sehen wir temporär weiteres Potenzial für eine Aufwertung, da der Markt immer noch weniger als einen Zinsschritt durch die Fed in 2016 erwartet.

Ethna-DYNAMISCH

Im Ethna-DYNAMISCH wurde auf der Aktienseite die Bruttoinvestitionsquote leicht auf rund 60 % gesenkt. Die regionale Aufteilung des Portfolios blieb dabei größtenteils unverändert. Mit rund 30 % in Nordamerika, 20 % in Europa und 10% in Asien ist das Portfolio breit diversifiziert. Auf Sektorenebene haben wir unsere Gewichtung in Telekompapieren weiter auf nunmehr rund 15 % erhöht. Auch im gebeutelten Finanzsektor haben wir wieder eine kleine Position aufgebaut, wobei wir uns vorerst auf die europäischen Versicherungen beschränkt haben. Zugleich haben wir die Gewichtung im Pharma- und Konsumgütersektor sowie im Bereich Immobilien etwas gesenkt. Durch unsere Protective-Put-Positionen ergibt sich derzeit ein rechnerisches Nettoaktienexposure von knapp 50 %.

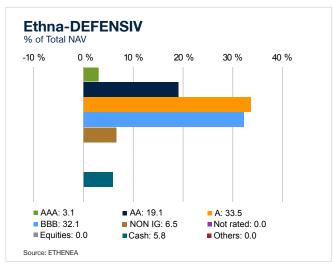
Im Rentenbereich haben wir die Positionierung durch Zukauf von rund 5% Unternehmensanleihen moderat erhöht. Insgesamt sind nun 25% des Fonds in Zinspapieren investiert. Davon entfallen 10 % auf US-Treasuries und 15 % auf amerikanische Hochzinsanleihen ausgewählter Emittenten. Die aktuelle Rendite des Portfolios beträgt rund 5,3 % bei einer zugrundeliegenden durchschnittlichen Duration von 11,1 Jahren. Den Hedge der Treasuryposition haben wir zuletzt noch einmal leicht ausgebaut, sodass die Nettoduration des Portfolios mit 3,3 Jahren aktuell recht niedrig ist. Vor dem Hintergrund anstehender Notenbankentscheidungen im September bleiben wir hier vorerst skeptisch positioniert.

Der Kassebestand beträgt rund 15 %. Rund 10 % des Fondsbestands halten wir in Britischem Pfund, Norwegischen Kronen und Australischem Dollar. Die Position in Britischem Pfund haben wir jüngst zu unserem FX-Bestand hinzugefügt. Mit Short-Positionen auf Allzeithochs und einem Verlust von fast 25 % gegenüber dem Euro seit Dezember 2015 erscheint der Risk-Reward für eine Gegenbewegung attraktiv. Insgesamt beträgt die Fremdwährungsquote aktuell rund 32,5 %, verteilt auf USD, JPY, KRW, CHF, GBP, NOK und AUD.

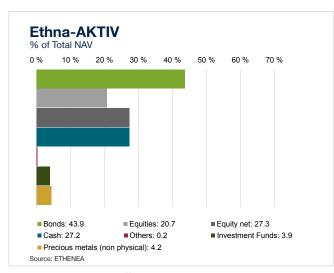
Autoren >>

Portfolio Management

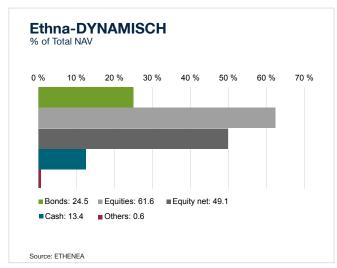
Guido Barthels, Luca Pesarini, Christian Schmitt, Niels Slikker, Daniel Stefanetti, Peter Steffen, Arnoldo Valsangiacomo und Team



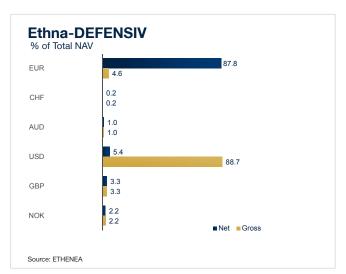
Grafik 24: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV*



Grafik 25: Portfoliostruktur¹⁴ des Ethna-AKTIV*



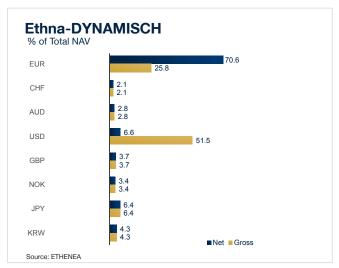
Grafik 26: Portfoliostruktur¹⁴ des Ethna-DYNAMISCH*



Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DEFENSIV** nach Währungen*

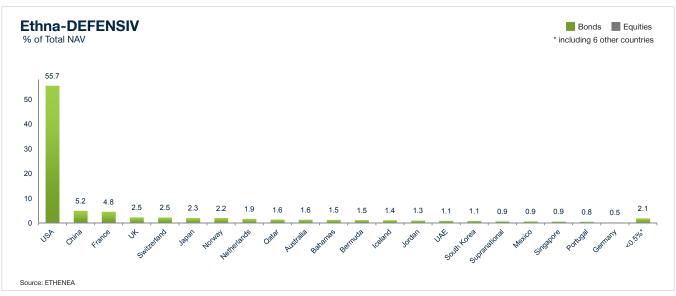


Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV** nach Währungen*

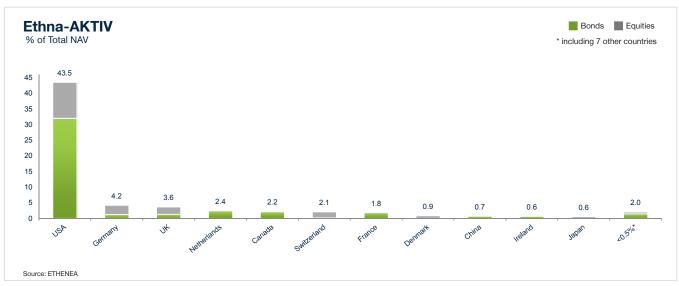


Grafik 29: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DYNAMISCH** nach Währungen*

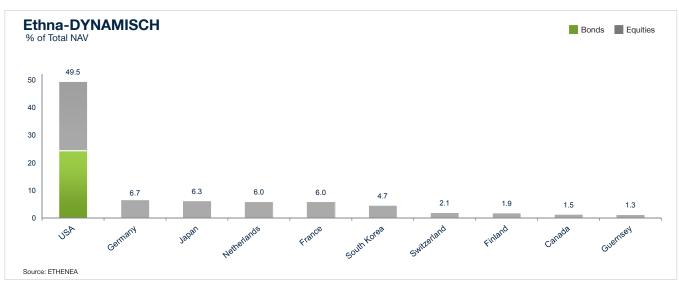
¹⁴ Unter der Position "Liquidität" sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Die Position "Aktien Netto" beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.



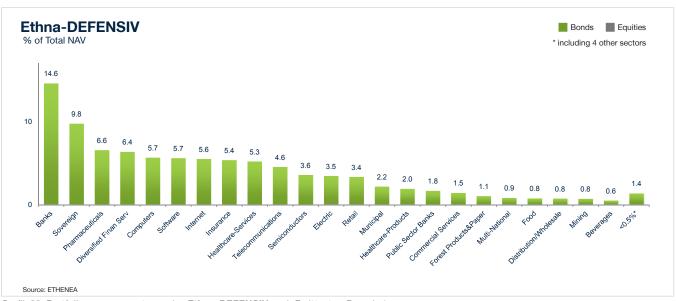
Grafik 30: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft*



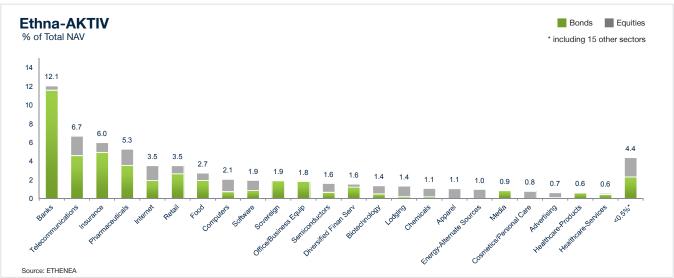
Grafik 31: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV** nach Herkunft*



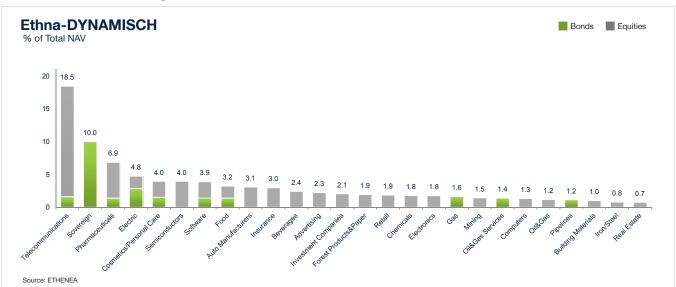
Grafik 32: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DYNAMISCH** nach Herkunft *



Grafik 33: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Branche*



Grafik 34: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche*



Grafik 35: 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



(vl.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): 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 \cdot 5365 Munsbach \cdot Luxembourg Phone +352 276 921-0 \cdot Fax +352 276 921-1099 info@ethenea.com \cdot 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, 31.8.2016.