



MARKTKOMMENTAR

„Jedes Volk hat die Regierung, die es verdient.“¹

Die Präsidentschaftskandidaten in den USA stellen die Bürger vor ein Dilemma: Unsicherheit oder Stagnation? Doch letztlich bekommt ja jeder, was er verdient. Oder?

Inhalt >>

Ausgabe vom 30.9.2016

- >> „Jedes Volk hat die Regierung, die es verdient.“¹
- >> Makroökonomischer Ausblick
- >> Positionierung der Ethna Funds





„Jedes Volk hat die Regierung, die es verdient.“¹

Die Präsidentschaftskandidaten in den USA stellen die Bürger vor ein Dilemma: Unsicherheit oder Stagnation? Doch letztlich bekommt ja jeder, was er verdient. Oder?

Das Bonmot, dem dieser Kommentar seinen Titel verdankt, wird gerne zitiert, wenn man als politisch interessierter Mensch gelegentlich die Ausgänge von Wahlen kommentiert. Selbst überzeugteste Demokraten bekommen Bauchgrimmen angesichts des Erstarkens der populistischen Nein-Sager-Parteien querbeet in Europa bzw. solch wundersamer Referenden wie jenes zum Brexit. Da fragt sich sicherlich so Mancher, ob die Demokratie wirklich das Nonplusultra der Regierungsformen ist. Winston Churchill stellte bereits 1947 fest: „Demokratie ist die schlechteste aller Regierungsformen – abgesehen von all den anderen Formen, die von Zeit zu Zeit ausprobiert worden sind.“² Trotzdem müssen wir mit den Ergebnissen leben (sofern es denn welche gibt), also mit einer Regierung, über die man trefflich lästern könnte. Wie am Beispiel Belgien zu sehen ist, kann ein Land jedoch auch, sage und schreibe, 541 Tage ohne gewählte Regierung überleben – und das anscheinend nicht einmal so schlecht. Spanien macht sich auf, diesen traurigen Weltrekord einzustellen, da es nach nun mehr zwei Wahlen und über 285 Tagen³ immer noch keine Hoffnung auf eine Regierung gibt. Es wird wohl zur dritten Wahl kommen.

Am meisten Bauchschmerzen macht vielen Marktbeobachtern allerdings die bevorstehende US-Präsidentenwahl am 8. November 2016. Ohne die globale Bedeutung der bereits erwähnten Länder schmälern zu wollen, stellt die Hegemonial-

macht USA doch alle anderen in den Schatten – nicht nur, weil die USA die Rolle des Weltpolizisten mehr oder minder überzeugend spielen sondern vor allem im Hinblick auf die Bedeutung der USA als Wirtschaftskraft und den resultierenden Einfluss auf die globalen Kapitalmärkte. In eben diesem Land wird ein neuer Präsident gewählt, der kaum weniger beliebt sein könnte. Falls nicht noch ein Wunder geschieht, wird am 20. Januar 2017 entweder Mrs. Clinton oder Mr. Trump diese Rolle einnehmen. Unterschiedlicher könnten die Kandidaten kaum sein und das Einzige, was sie eint, ist die traurige Tatsache, dass beide eben sehr unbeliebt sind. Nach einer Umfrage im Auftrag des US-Senders ABC stehen 56 % aller erwachsenen US-Amerikaner Hillary Clinton kritisch gegenüber, während Donald Trump traurige 63 % erreicht.⁴ Der bis dato unpopulärste Kandidat einer der großen Parteien war George H. W. Bush, der im Jahr 1992 53 % erreichte⁵ und letztlich die Wahl an Bill Clinton verlor.

Die Amerikaner stehen also vor der Wahl zwischen Pest und Cholera – oder eben *between a rock and a hard place*⁶.

Hillary Clinton, trotz aller berechtigter oder unberechtigter Kritik, ist eine Profi-Politikerin, die wohl auch am ehesten für die Fortsetzung der Politik von Barack Obama stehen würde. Sie ist, wie man so schön sagt, *main stream* und damit sicherlich gut verdaulich für die Kapitalmärkte.

¹ Original: „Toute nation a le gouvernement qu'elle mérite.“, Joseph-Marie, comte de Maistre (1753-1821)

² „(...) it has been said that democracy is the worst form of Government except all those other forms that have been tried from time to time.“ Rede vor dem Britischen Unterhaus am 11. November 1947; Quelle: <http://www.winstonchurchill.org/resources/quotations/the-worst-form-of-government>

³ Die erste von bisher zwei spanischen Wahlen war am 20. Dezember 2015. Bis Ende September entspricht dies genau 285 Tagen.

⁴ <http://www.langerresearch.com/wp-content/uploads/1144-59ClintonTrumpFavorability.pdf>

⁵ <https://www.washingtonpost.com/news/the-fix/wp/2016/03/21/the-last-presidential-candidate-who-was-as-unpopular-as-donald-trump-david-duke/>

⁶ Typisches Beispiel für ein Dilemma, Quelle: <https://en.wikipedia.org/wiki/Dilemma>

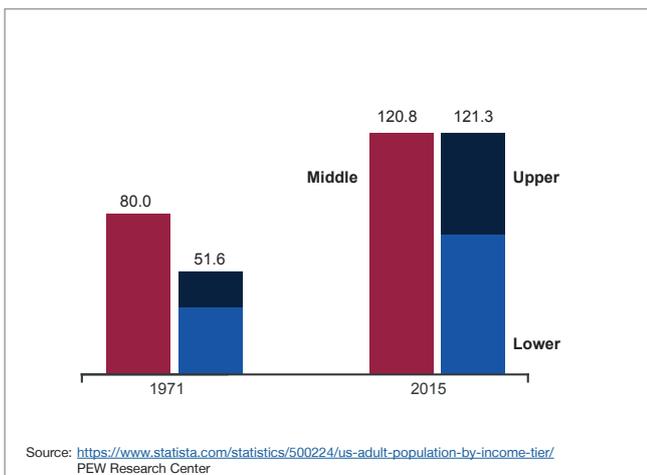
Donald Trump hingegen ist alles andere als ein Profi-Politiker. Er gilt eher als Polit-Clown, der polternd und schimpfend die niederen Instinkte der Menschen anspricht. Trump, dem noch vor wenigen Monaten niemand ernsthafte Chancen eingeräumt hatte, versteht es, die Wähler anzusprechen. Popu-

» Die Amerikaner stehen also vor der Wahl zwischen Pest und Cholera. «

lismus eben. Da sollten wir Europäer jedoch nicht verächtlich über die Amis die Nase rümpfen, sondern uns vor unserer eigenen Haustür umsehen. Für die Kapitalmärkte wäre Trump als Präsident relativ schlecht, da nicht einzuschätzen ist, was überhaupt bzw. wie er welche Agendapunkte umsetzen will und kann. Ob nun seine, höflich als *unkonventionell* bezeichnete, Steuerpolitik⁷ oder seine Außenhandelspolitik⁸ – viele dieser Positionen würden potentiell die Wirtschaftsabläufe stark beeinflussen, auch wenn sich kaum abschätzen lässt, auf welche Weise. Doch die Kapitalmärkte sind sehr sensibel, was Unsicherheit angeht, und würden aller Wahrscheinlichkeit nach im Falle eines Siegs von Donald Trump in den *Risk-Off*-Modus wechseln.

Damit könnte man eigentlich das Thema beenden, wenn der Autor nicht unverbesserlich amerikanophil wäre. Allerdings ist das, was wir derzeit beobachten (wenn wir denn einmal genau hinsehen), weit weg von dem Land, wo der sprichwörtliche *Tellerwäscher Millionär werden konnte*. Der amerikanische Traum scheint ausgeträumt.

Die US-Notenbank unternimmt alle drei Jahre eine Umfrage zur Finanzsituation der Konsumenten.⁹ Die letzte Erhebung stammt aus dem Jahr 2013 (dieses Jahr wird bis Dezember eine neue Befragung durchgeführt, von welcher wir die Ergebnisse nächstes Frühjahr erwarten können). Diese Umfrage brachte



Grafik 1: Anzahl erwachsener US-Amerikaner nach Einkommensklassen (in Millionen) in 1971 und 2015

⁷ <https://www.donaldjtrump.com/policies/tax-plan/>

⁸ <https://www.donaldjtrump.com/policies/trade/>

⁹ <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2014/pdf/scf14.pdf>

¹⁰ <http://cepr.net/documents/wealth-scf-2014-10.pdf>

¹¹ <http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2016/05/my-secret-shame/476415/>

¹² <http://www.pewsocialtrends.org/2015/12/09/the-american-middle-class-is-losing-ground/>

einige beunruhigende Tatsachen ans Licht, unter anderem diejenige, dass insbesondere die Haushalte aus der unteren Einkommensschicht 2013 weniger Vermögen hatten als noch 2010. Dieses Bild ist sogar noch schockierender, wenn man bedenkt, dass das durchschnittliche Vermögen der arbeitenden Bevölkerung seit 1989 deutlich gesunken ist.¹⁰ Die Vermögensverteilung in den USA scheint immer ungerechter zu werden.

Die gleichen Daten der US-Notenbank haben auch hervorragende Artikel, unter anderem im Atlantic Magazine, hervorgebracht. *The Secret Shame of Middle-Class Americans*¹¹ weist auf ein

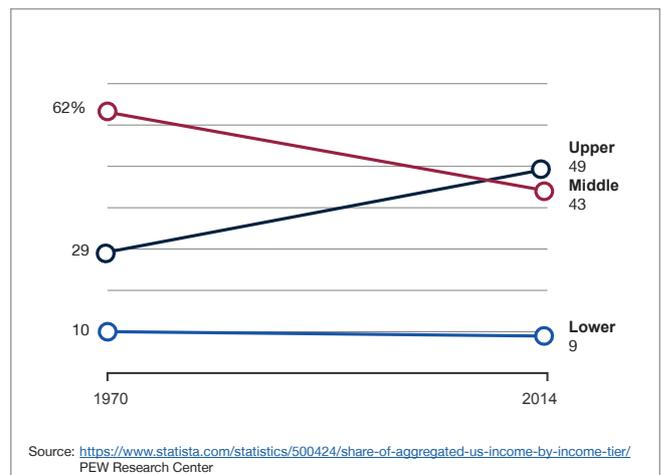
» Fast die Hälfte aller Amerikaner lebt scheinbar von der Hand in Mund. «

Ergebnis der Umfrage hin, dass 47 % aller US-amerikanischen Haushalte in einer Notsituation nicht in der Lage wären, 400 USD direkt zur Verfügung zu haben. Sie müssten sich das Geld leihen oder Dinge verkaufen.

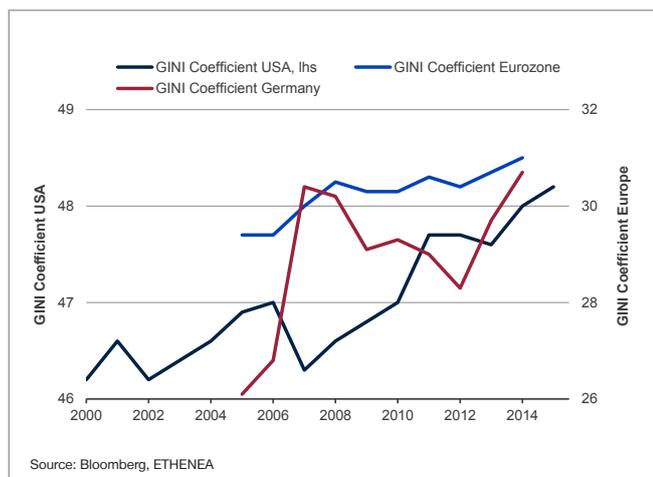
Fast die Hälfte aller Amerikaner lebt scheinbar von der Hand in den Mund und ist meilenweit von der Verwirklichung des *American Dream* entfernt.

Dazu passt hervorragend die Studie des Pew Research Center, die zu dem Schluss kommt, dass die amerikanische Mittelschicht sukzessive an Bedeutung verliert.¹²

Vor 45 Jahren machte die Mittelschicht noch den weitaus größten Teil der amerikanischen Bevölkerung aus (Grafik 1). Mittlerweile ist diese Bevölkerungsschicht gleich groß wie Unterschicht und Oberschicht zusammen. Wenn man sich nun noch die Einkommensverteilung in Grafik 2 ansieht, wird deutlich, dass die Mittelschicht nach ehemals 62 % nur mehr



Grafik 2: Anteil der jeweiligen Einkommensklassen am Gesamteinkommen in Prozent



Grafik 3: Gini-Index für die USA, die Eurozone und Deutschland

43 % des Einkommens erhält, während auf die Oberschicht mittlerweile fast die Hälfte des Einkommens fällt.

Diese und ähnliche Studien (nicht nur aus den USA) zeigen, dass es (vor allem in den USA) eine starke und zunehmende Ungleichverteilung der Einkommen und Vermögen gibt. Auch der allgemein verständliche Gini-Index¹³ zeigt diesen Trend auf. Grafik 3 zeigt den Gini für die USA, die Eurozone und Deutschland, die allesamt einen Aufwärtstrend erleben. Die sogenannte Schere zwischen arm und reich geht weiter auseinander.

Dies bringt quasi zwangsläufig ein Erstarren der populistischen Alternativen zu den etablierten Parteien mit sich, die mit ihrer Politik zu dieser sozialpolitisch äußerst ungewollten Verteilungsproblematik geführt haben.

Im Fall der USA bedeutet dies, dass Donald Trump hervorragende Chancen hat, im Januar als 45. Präsident der Vereinigten Staaten vereidigt zu werden. Möglicherweise wäre dies sogar

durchaus wünschenswert mit Blick auf den sozialen Frieden im Land, falls Trump mit seiner Parole *Make America Great Again* Recht bekommen sollte. Bei Clinton, da sind sich die Beobachter einig, wird sich insgesamt nicht viel ändern.

Insofern hat jedes Volk die Regierung, die es verdient. Wie auch immer die Wahlen ausgehen, sollten wir Europäer allerdings sparsam mit unserer Schadenfreude umgehen. 2017 stehen Wahlen in den Niederlanden, Frankreich, Bulgarien, Tschechien und Deutschland an. Wer kann schon sagen, welcher *Trump* sich da noch hervortun wird?

» Wer kann schon sagen, welcher *Trump* sich da noch hervor tun wird? «

Für uns bedeutet diese Erkenntnis, dass unsere Fonds die amerikanischen Wahlen risikoreduziert begleiten werden: Risk-off-Modus also, weniger Risiko bei den Anleihen sowohl bei Namens- wie auch Durationsrisiko, weniger Aktienrisiko und weniger FX-Risiko.

Autoren >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

¹³ Der Gini-Index oder Gini-Koeffizient ist ein Maß der Ungleichverteilung. Ein Index von 0 bedeutet perfekte Gleichverteilung, ein Index von 100 maximale Ungleichverteilung.

Makroökonomischer Ausblick >>

Eine hochklassige Debatte über niedrige Werte

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Beitrags befinde ich mich auf der Rückreise von einer Konferenz in New York und erlaube mir, einen Überblick über eine eindrucksvolle intellektuelle Debatte zu geben, die aktuell zwischen führenden Ökonomen stattfindet. Die Frage ist einfach, die Antworten sind hingegen komplex und die Schlussfolgerungen gegensätzlich.

Beginnen wir mit der einfachen Frage: Warum sind Wachstum, Inflation und Produktivität so niedrig? Die Wirtschaftsdaten lassen auf ein durchschnittliches Wachstum von 2,9 % in diesem Jahr schließen. Diese Zahl ist seit der globalen Finanzkrise fortwährend zurückgegangen. Die globale Inflation wird sich voraussichtlich in diesem Jahr noch weiter auf nur noch 2,8 % abschwächen.¹⁴ Für die globale Produktivität gibt es keinen Maßstab. Für die USA kann man aber sagen, dass die dortige Produktivität zuletzt mager war. Das Zusammenspiel von niedrigem Wachstum, niedriger Inflation und niedriger Produktivität haben wir in unseren letzten Publikationen *Null-Wirtschaft (zero economy)* genannt. Für Akademiker, Notenbanker und Anleger gleichermaßen ist dieser Zustand Grund zur Sorge.

Nun zu den komplexen Antworten und den gegensätzlichen Schlussfolgerungen. Bevor wir auf den Kern der verschiedenen Theorien eingehen, wollen wir die herausragenden Autoren vorstellen: Paul Volcker, Larry Summers und Kevin Warsh. Paul Volcker ist der legendäre Ökonom, der von 1979 bis 1987 an der Spitze der US-Notenbank stand und die Inflation besiegte. Der zweite Ökonom ist Larry Summers, Harvard-Professor und unter anderem ehemaliger Chefökonom der Weltbank. Er ist vor allem dafür bekannt, dass er die Theorie der *säkularen Stagnation* von 1938 wiederbelebt und aktualisiert hat. Der Dritte schließlich ist der energische Stanford-Professor und ehemalige Fed-Gouverneur Kevin Warsh. Zur Zeit des Untergangs von Lehman Brothers vermittelte er maßgeblich für die Fed zwischen der Notenbank und der Wall Street. Diese drei Top-Ökonomen verfügen über enormes Fachwissen, reichlich Erfahrung und eine starke Aura.

Bei ein und derselben Realität ziehen sie jedoch völlig unterschiedliche Schlüsse und verschreiben dem kranken Patienten eine ganz unterschiedliche Medikation. Leider ist das in Wirtschaftskreisen nichts Ungewöhnliches. Ein Insiderwitz besagt, dass man bei zwei Ökonomen mindestens auf drei Meinungen kommt.

Laut Larry Summers haben wir es mit einer *säkularen Stagnation* zu tun, d.h. einer Phase niedriger Produktivität, niedrigen Wachstums und niedriger Inflation, was zu niedrigen Zinsen führt: Es gibt mehrere Gründe dafür, dass alles niedrig ist. Erstens wird zu viel gespart, weil die Bevölkerung altert und daher mehr Geld fürs Alter zurücklegen muss. Zweitens wird

» Nach dieser These dürften die Zentralbanken die Zinsen nicht anheben, da dies Wachstum, Inflation und Produktivität weiter dämpfen würde. «

wenig investiert, weil die großen Erfindungen bereits gemacht wurden (Elektrizität, Autos, Flugzeuge, Telekommunikation usw.) und man von den kommenden Innovationen nur wenig Erträge zu erwarten hat. Dies erklärt, warum der Kreditsektor trotz der durchweg sehr expansiven Geldpolitik nicht boomt und die Investitionen auf niedrigem Niveau verharren. Eine niedrige Produktivität ist die direkte Folge, denn sie ist letztlich von Innovationen abhängig. Nach der Theorie der *säkularen Stagnation* ist der reale Gleichgewichtszinssatz – d.h. der mit Zielinflation und Vollbeschäftigung in Einklang stehende reale Zinssatz – niedrig.

Wie kommen wir nun aus dieser *Niedrigfalle* raus? Erstens müssen die geldpolitischen Bedingungen akkommodierend und die Zinsen so niedrig wie möglich bleiben. Zweitens müssen die öffentlichen Investitionen in Infrastruktur (Straßen, Brücken, Bildung usw.) steigen, um kurzfristig die Nachfrage und langfristig die Produktivität anzukurbeln. Nach dieser These dürften weder die Fed noch andere Zentralbanken die Zinsen anheben, da dies Wachstum, Inflation und Produktivität weiter dämpfen würde. Vielmehr sollten die Regierungen die niedrigen Zinsen nutzen, um über Schulden massiv Infrastrukturprojekte zu finanzieren.

Kevin Warsh vertritt einen völlig anderen Standpunkt: Unmittelbar nach der globalen Finanzkrise, als die Wirtschaft am Rande einer Depression mit möglichen Ausmaßen wie in den 1930er Jahren stand, waren Zinssenkungen die richtige Reaktion, da sie Konsum und Investitionen ankurbelten. Tatsächlich kann man bei niedrigen Zinssätzen billig Kredite aufnehmen und damit den Konsum beleben und Investitionen anstoßen, die sonst erst später erfolgt wären. Diese Phase ist jedoch vorüber. Wachstum, Inflation und Produktivität sind

¹⁴ Quelle: Bloomberg

zwar niedrig aber stabil und die Gefahr von Deflation und Rezession gebannt. In diesem Umfeld schaden niedrige Zinssätze mehr, als sie nutzen. Niedrige Zinssätze setzen Anreize,

» CEOs würden ihre Aktienrückkaufstrategien beenden und mehr Geld für Investitionen einsetzen. «

mehr zu sparen und weniger zu konsumieren, da die Menschen heute mehr Geld zur Seite legen müssen, um am Ende des Anlagehorizonts – in der Regel bei Renteneintritt – den gleichen Betrag zu erhalten. Zudem hätten steigende Zinsen möglicherweise negative Auswirkungen auf die Preise von Vermögenswerten, da sie durch die langfristige Niedrigzinspolitik Auftrieb erhalten. Weniger attraktiv gepreiste Vermögenswerte hingegen würden echte Investitionen interessanter machen. CEOs würden ihre Aktienrückkaufstrategien beenden und mehr Geld für Investitionen einsetzen.

Wegen der geringen Produktivität sollten wir uns laut Warsh nicht allzu viele Gedanken machen: Nehmen wir das Beispiel selbstfahrender Pkw und Lkw: Zweifellos werden Lkw eines Tages ohne Fahrer auskommen, was zu einem massiven Verlust an Arbeitsplätzen in diesem Wirtschaftssektor führen wird, mit dramatischen sozialen Folgen einerseits, aber einer enormen Produktivitätssteigerung andererseits. Bis jetzt ist noch kein einziger Lkw-Fahrer entlassen worden, weil die Technologie noch nicht ausgereift ist, auch wenn Heerscharen von Ingenieuren an diesem Projekt arbeiten. Somit gibt es derzeit eine hohe Zahl an Beschäftigten in diesem Bereich (Lkw-Fahrer und Ingenieure), während die Zahl der transportierten Produkte nicht gestiegen ist. Mit anderen Worten: Die Produktivität ist gesunken, wobei dieser Zustand der geringen Produktivität jedoch vorübergehend ist.

Wieder anders argumentiert Paul Volcker: Die Zentralbanken haben sich weltweit *asymmetrisch* verhalten. Sie haben die Zinsen schnell gesenkt, sie aber, wenn überhaupt, nur allmählich wieder angehoben. Es ist wichtig, die Symmetrie wieder herzustellen, d.h. die geldpolitischen Bedingungen in gleichem Maße

» Es ist wichtig, die Symmetrie wieder herzustellen «

zu lockern und wieder zu straffen. Mit ihrem asymmetrischen Verhalten schwächen die Zentralbanken ihre Glaubwürdigkeit und geben den Finanzmärkten den Vorzug vor der Wirtschaft. Eine Zinsanhebung hätte negative Folgen für die Börsen, würde aber Vertrauen in das System herstellen. Es würde klargestellt, dass die Fed nicht den Launen des S&P 500 folgt, sondern der Entwicklung von Arbeitsmarkt und Inflation, wie es ihr duales Mandat verspricht. Sie würde sich außerdem für die nächste Rezession rüsten, denn um die Zinsen morgen senken zu können, müssen sie heute höher sein. Hinzu kommt, dass die Wirkung

der geldpolitischen Stimuli nachlässt. Die letzte Runde von Zinssenkungen und Anleihenkaufprogrammen hat nicht viel zur Belebung der Volkswirtschaften beigetragen. Man beachte, dass die US-Wirtschaft laut Paul Volcker „ordentlich läuft“. Die Arbeitslosigkeit befindet sich im Gleichgewicht und die Kerninflation ist nicht weit vom 2-Prozent-Ziel entfernt. Warum sollte die Zentralbank also noch mehr tun? Schließlich führt eine längere Niedrigzinsphase zu einer exzessiven Kreditvergabe und letztlich zu einem sehr instabilen Finanzsystem. Um dies zu vermeiden, sollte die Fed die Zinsen schrittweise anheben.

Die Wirtschaftswissenschaft ist ein noch junges Forschungsgebiet, und auch wenn es einige Regeln gibt, die scheinbar wiederholt zur Anwendung kommen, gibt es keine übergeordnete Theorie, die erklären könnte, warum und wie eine Volkswirtschaft in eine Rezession, eine säkulare Stagnation, einen Aufschwung oder in eine Boomphase eintritt. Es ist nicht gerade beruhigend, dass einige der hellsten Köpfe unserer Zeit nicht in der Lage sind, bei der Frage nach der Wiederherstellung von Wachstum, Inflation und Produktivität auf einen gemeinsamen Nenner zu kommen.

Wir haben viel Sympathie für Volcker und Warsh, fragen uns aber, was die amtierende Fed-Vorsitzende wohl von diesen drei Theorien halten mag. Unseres Wissens ist diese Debatte beim Entscheidungsprozess der Fed nicht zentral. Die Dezember-sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) dürfte dennoch eine Gelegenheit für die Fed darstellen, die Zinsen anzuheben. Tatsächlich stimmten im September schon ungewöhnlich viele Fed-Gouverneure (Esther George, Loretta Mester und Eric Rosengren) gegen die Vorsitzende und für eine Zinserhöhung. Für eine Institution, bei der Einheit als Stärke gilt, und die Anfang des Jahres noch versprochen hat, die Zinsen in diesem Jahr in mehreren Schritten anzuheben, wäre eine Zinserhöhung insofern sinnvoll, um nicht das Gesicht zu verlieren.

Wir rechnen für die nächsten Monate mit einer Fortsetzung der bestehenden wirtschaftlichen Entwicklungen. Der Rahmen der Null-Wirtschaft, in dem wir uns bewegen, hat sich nicht verändert. Selbst wenn die Fed die Zinsen erhöht, werden andere Zentralbanken wahrscheinlich bei ihrer akkommodierenden Haltung bleiben. Die jüngsten Wachstums- und Inflationsdaten sind niedrig und weisen keine Anzeichen für einen Anstieg auf. In diesem niedrigen und stabilen Umfeld dürften die langfristigen Renditen niedrig bleiben und Aktien ein gewisses Aufwärtspotenzial bieten.

Autor >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

Positionierung der Ethna Funds >>



Ethna-DEFENSIV

Verharrten die Märkte im August in einer engen Handelsspanne in allen Assetklassen, so setzte sich dieser Trend im Hinblick auf die anstehenden Zentralbanksitzungen von EZB, BoJ und Fed Anfang September fort. Mit Ausnahme der BoJ, die zum ersten Mal in ihrer Geschichte die 10-jährigen japanischen Zinsen steuern will, gab es keine großen Überraschungen oder Veränderungen zur bisherigen Kommunikation. Folglich verharrten die Märkte auch auf Monatssicht nach einigen volatilen Tagen in ihrer engen Bandbreite.

Dieses stabile Marktumfeld nutzte der Fonds um sein Anleihen-Exposure leicht zu reduzieren, insbesondere bei Anleihen mit einem Rating von AAA bis AA. Dabei blieb das durchschnittliche Rating unverändert auf dem bisherigen Level von A bis A-. Der Grund für die Reduzierung unseres Anleihen-Exposures in diesem Ratingsegment beruht nicht auf Zweifeln bezüglich der einzelnen gehaltenen Unternehmen, sondern vielmehr auf der Tatsache, dass insbesondere in diesem Segment viele Anleihen relativ gesehen zu teuer sind. Folglich haben wir entschieden, die Kapitalgewinne auf diesen Positionen zu realisieren, da aufgrund der gegenwärtigen Kurse das zukünftige Risiko-Rendite-Profil unserer Einschätzung nach weniger attraktiv ist.

Auf Monatssicht wurde die Modified Duration des Fonds leicht reduziert. Grund hierfür war das Schließen unserer Position in Long Gilt Futures, um auch hier Kursgewinne zu realisieren. Während des Monats wurde unser Zinsexposure allerdings aktiv gesteuert, um potenzielle negative Auswirkungen durch die Zentralbankentscheidungen zu limitieren und die Volatilität zu begrenzen. So wurde die Modified Duration insbesondere vor den wichtigsten Zentralbankentscheidungen leicht reduziert, wobei die Absicherung zeitnah wieder aufgehoben wurde.

Auf der Aktienseite nutzten wir die jüngste Marktkorrektur, um unser Exposure leicht zu erhöhen. Dabei setzten wir weiterhin Aktien-Futures ein, da diese aufgrund ihrer Liquidität jederzeit wieder geschlossen werden können und zudem Zugang zu einem breit diversifizierten Index bieten.

Unser Fremdwährungsexposure blieb auf Monatssicht weitgehend stabil. Unsere Position in norwegischen Kronen wurde halbiert, als wir unser erstes Kursziel erreicht und folglich Gewinne realisiert hatten.

Ethna-AKTIV

Während der September die Investoren nochmals daran erinnert hat, dass das Konzept der Volatilität nicht gestorben ist, haben sich die Zins- und Aktienmärkte letztlich doch wieder seitwärts bewegt. Kurzfristig haben erneute Spekulationen über schneller steigende Zinsen in den USA für ein paar heftige Bewegungen gesorgt, und die Angst vor einem Kollaps der Deutschen Bank hat die Märkte gegen Ende des Monats in Unruhe versetzt.

Die durchschnittliche Modified Duration des Portfolios des Ethna-AKTIV haben wir im Laufe des Monats leicht reduziert und Positionen in Staatsanleihen weiterhin abgebaut, da wir derzeit attraktivere Opportunitäten in Unternehmensanleihen sehen. Dabei haben wir vor allem Investitionen im Bereich A und BBB ausgebaut, in dem wir Unternehmen mit stabilen und nachhaltigen Geschäftsmodellen finden, die gleichzeitig einen attraktiven Renditeaufschlag und mehr Schutz gegen steigende Leitzinsen und potenzielle Kursverluste bieten.

Die Bewegungen der Nettoaktienquote im Laufe des Monats ist in erster Linie auf Schwankungen der Deltas unserer Put-Optionen zurückzuführen aber auch auf unser aktives Management durch den opportunistischen Einsatz von Futures und Stop-Losses. Der Kursverfall Mitte des Monats hat die Stop-Loss-Marken unserer NASDAQ-Futures getriggert und damit eine automatische Reduktion unserer Nettoaktienquote nach sich gezogen. Die niedrigeren Kurse haben wir als günstigen Einstieg genutzt und anschließend ebenfalls über Futures wieder Exposure aufgebaut. Zugleich halten wir nach wie vor S&P 500-Put-Optionen mit einem nominalen Exposure analog zum Gegenwert unserer Einzelpositionen als Absicherung gegen Tail-Risiken.

Die Liquiditätsquote haben wir leicht reduziert, indem wir sowohl im Aktien- als auch im Anleihebereich Einzeltitel hinzugekauft haben. Dabei ist zu beachten, dass ein Teil unserer liquiden Mittel als Gegenposition zu Futures gehalten wird, da diese andernfalls unser Portfolio hebeln würden.

Im Laufe des Monats haben wir keine signifikante Änderung des Fremdwährungsexposures vorgenommen.

Ethna-DYNAMISCH

Im Ethna-DYNAMISCH haben wir auf der Aktienseite die Bruttoinvestitionsquote leicht angehoben, auf rund 63,5 %. Die regionale Aufteilung des Portfolios wurde geringfügig angepasst: Nordamerika wurde auf rund 27,5 % reduziert, während Europa auf 25 % aufgestockt wurde. Asien blieb unverändert mit rund 11 % vertreten. Auf Sektorebene haben wir unsere Position in europäischen Versicherungspapieren noch einmal leicht ausgebaut und zugleich den Anteil des Pharma- sowie des Automobilsektors etwas reduziert. Unverändert gegenüber dem Vormonat ergibt sich durch unsere Protective-Put-Positionen derzeit ein rechnerisches Nettoaktienexposure von rund 50 %.

Im Rentenbereich haben wir die Position in 30-jährigen US-Staatsanleihen vollständig verkauft. Aufgrund der anziehenden Inflation sowie der möglichen Risiken im Hinblick auf die anstehenden Wahlen im November hat sich das Chance-Risiko-Profil unserer Meinung nach etwas verschlechtert. Es verbleiben 15 % Investition in amerikanische Hochzinsanleihen

mit einer durchschnittlichen Rendite von ca. 7,5 % und einer Modified Duration von 4,9.

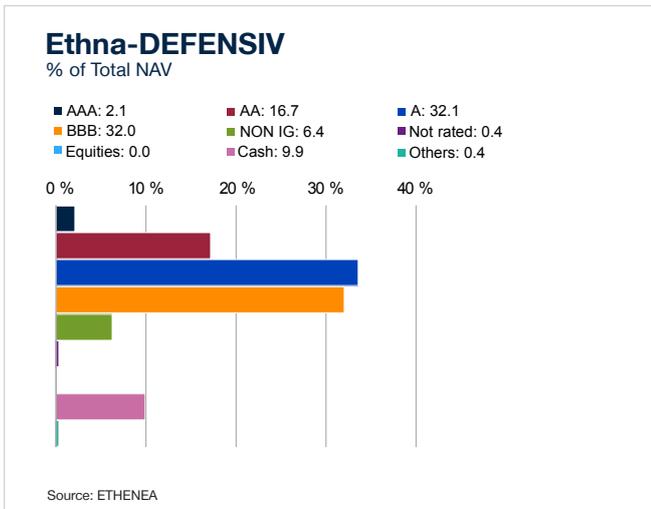
Der Kassebestand stieg durch den Saldo der oben beschriebenen Transaktionen auf etwas über 20 %, wobei etwa die Hälfte davon in Britischem Pfund, Norwegischen Kronen und Australischem Dollar gehalten wird. Insgesamt beträgt die Fremdwährungsquote aktuell rund 37,5 %.



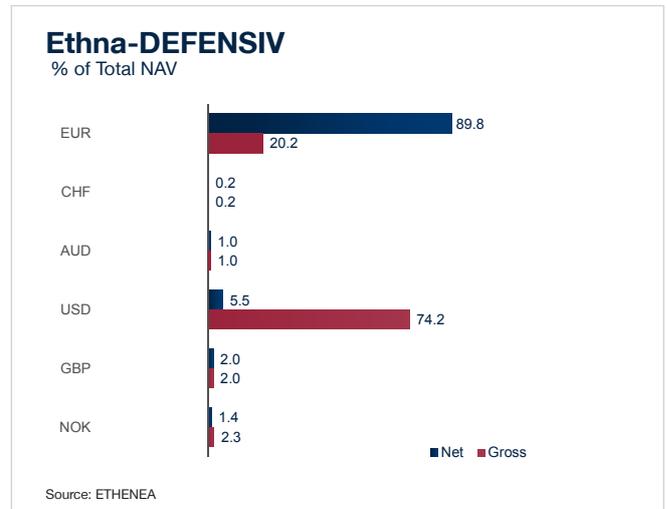
Autoren >>

Portfolio Management

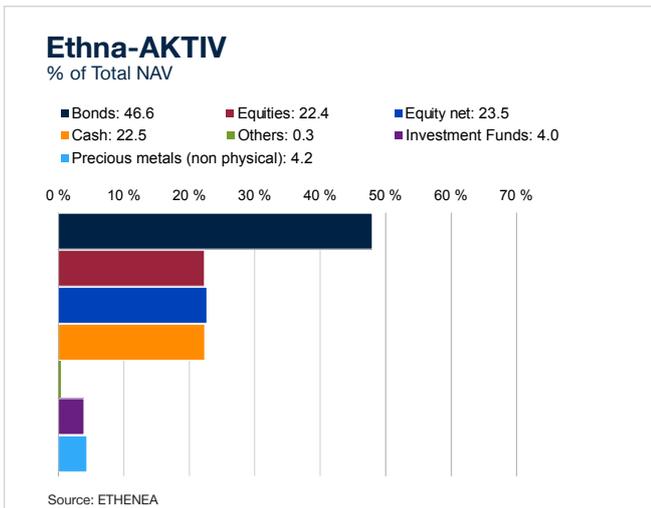
Guido Barthels, Luca Pesarini, Christian Schmitt,
Niels Slikker, Daniel Stefanetti, Peter Steffen,
Arnoldo Valsangiacomo und Team



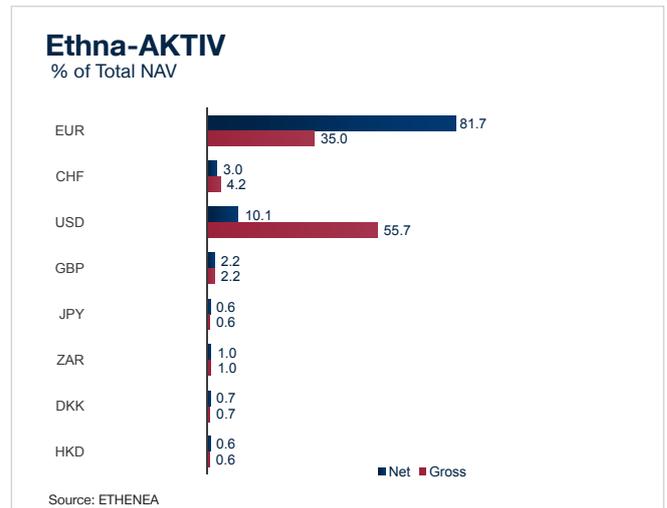
Grafik 4: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV*



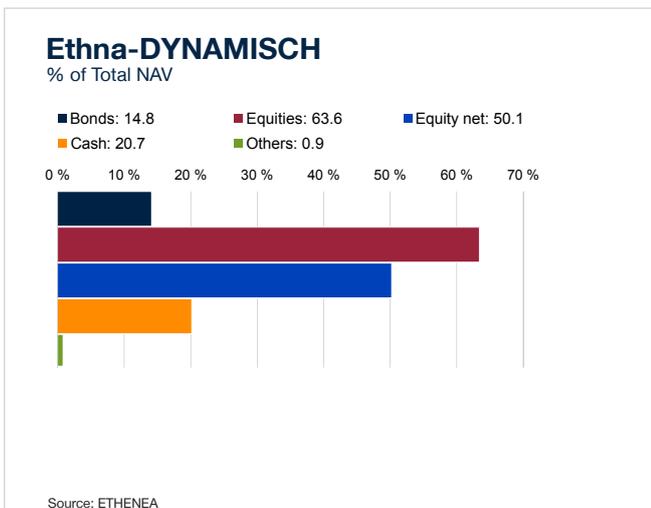
Grafik 7: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Währungen*



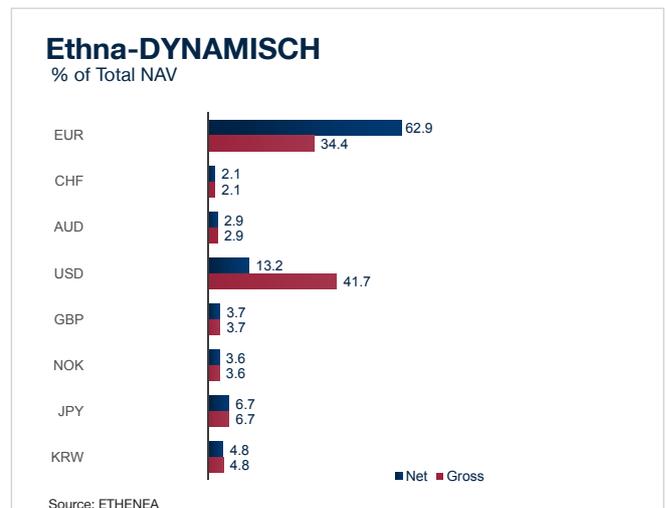
Grafik 5: Portfoliostruktur¹⁵ des Ethna-AKTIV*



Grafik 8: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Währungen*

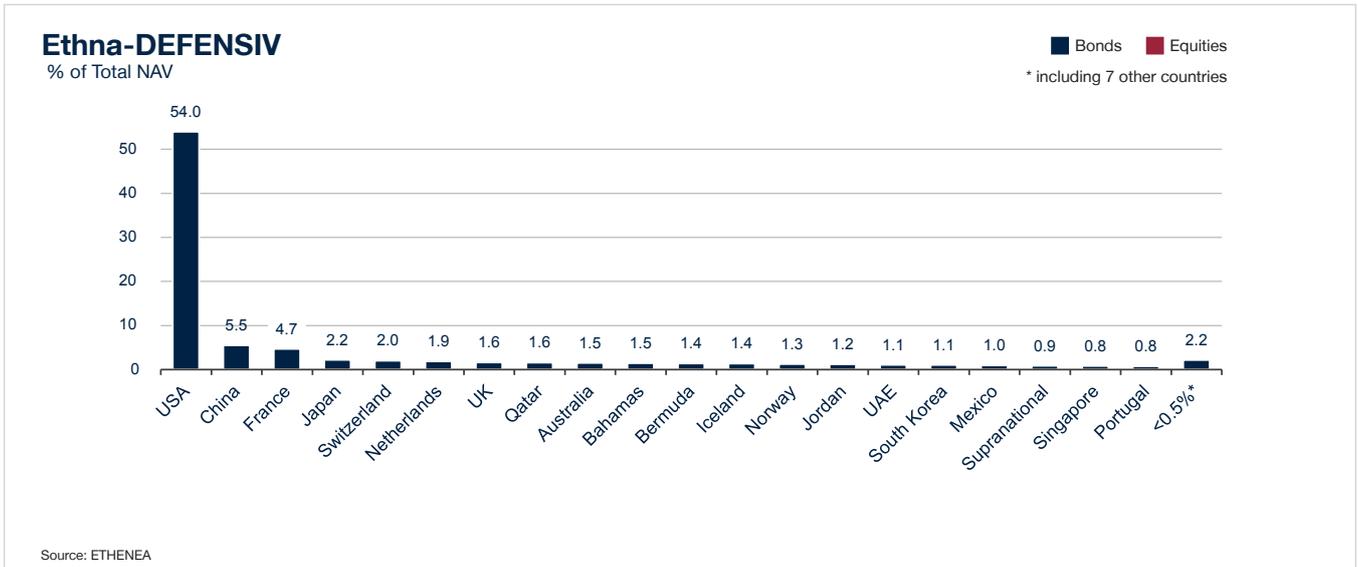


Grafik 6 : Portfoliostruktur¹⁵ des Ethna-DYNAMISCH*

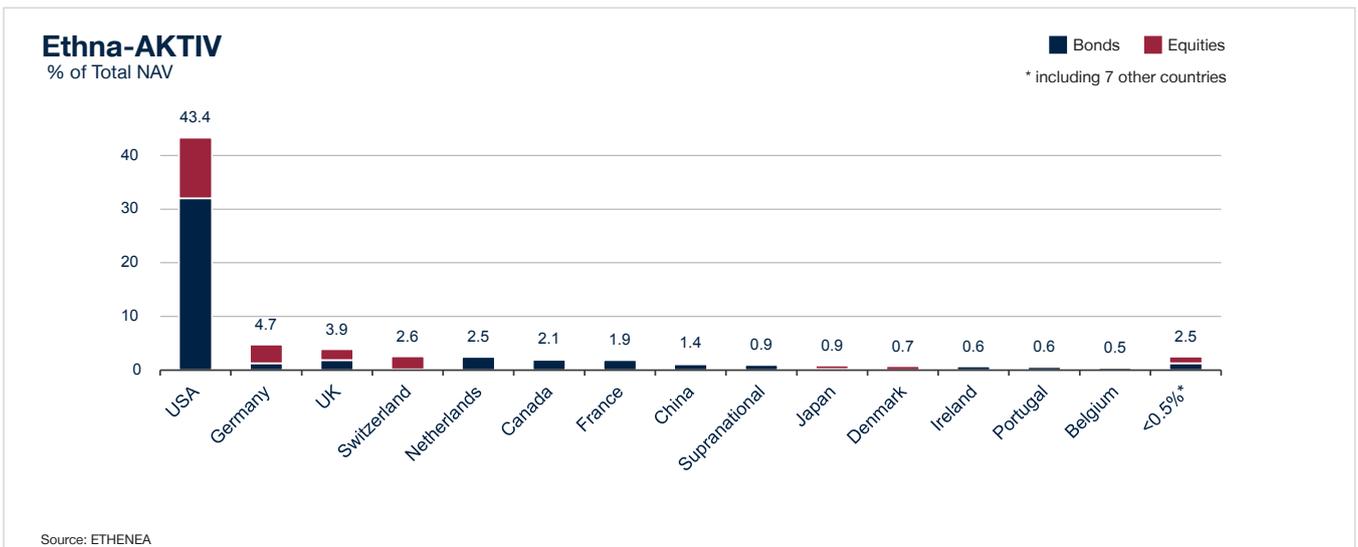


Grafik 9: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Währungen*

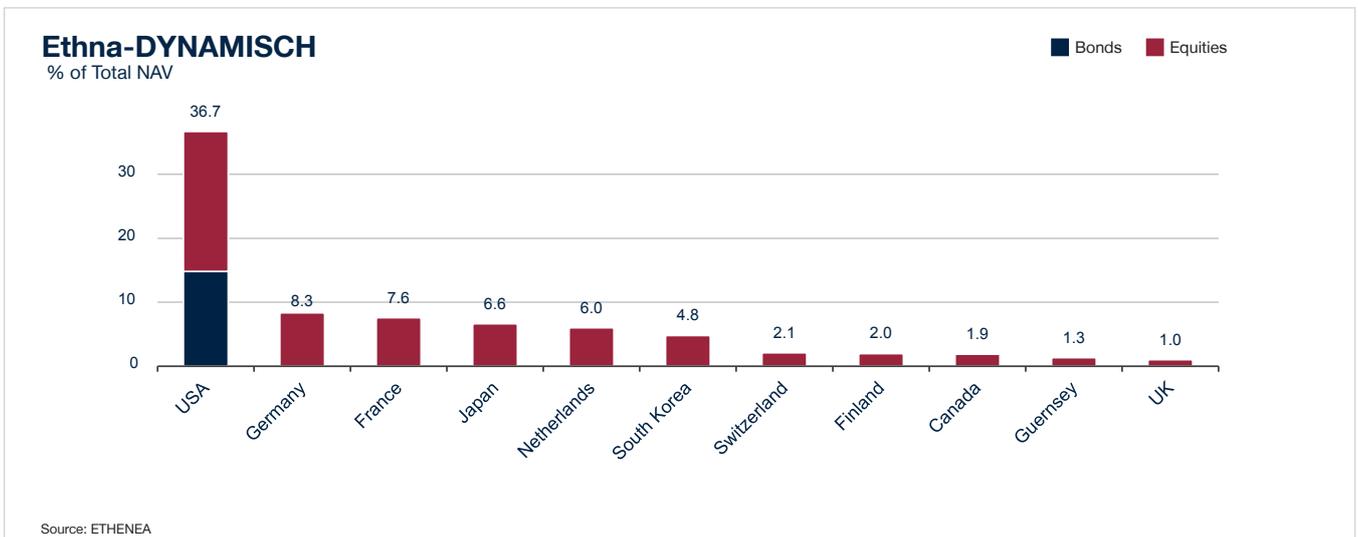
¹⁵ Unter der Position „Liquidität“ sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Die Position „Aktien Netto“ beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.



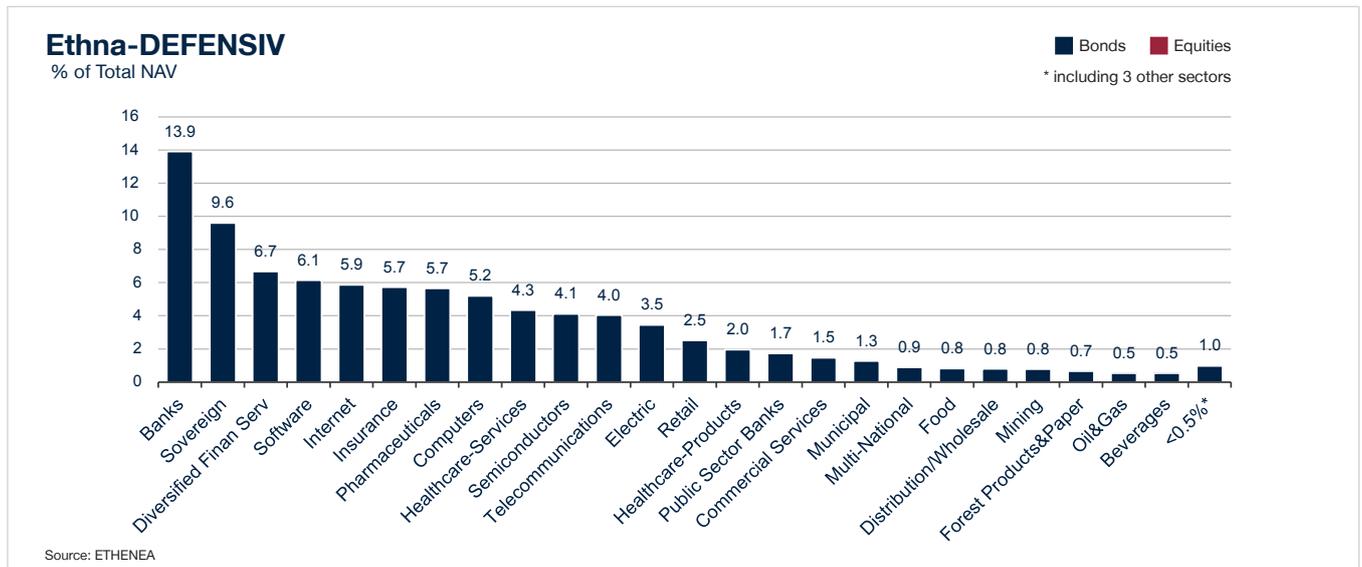
Grafik 10: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft*



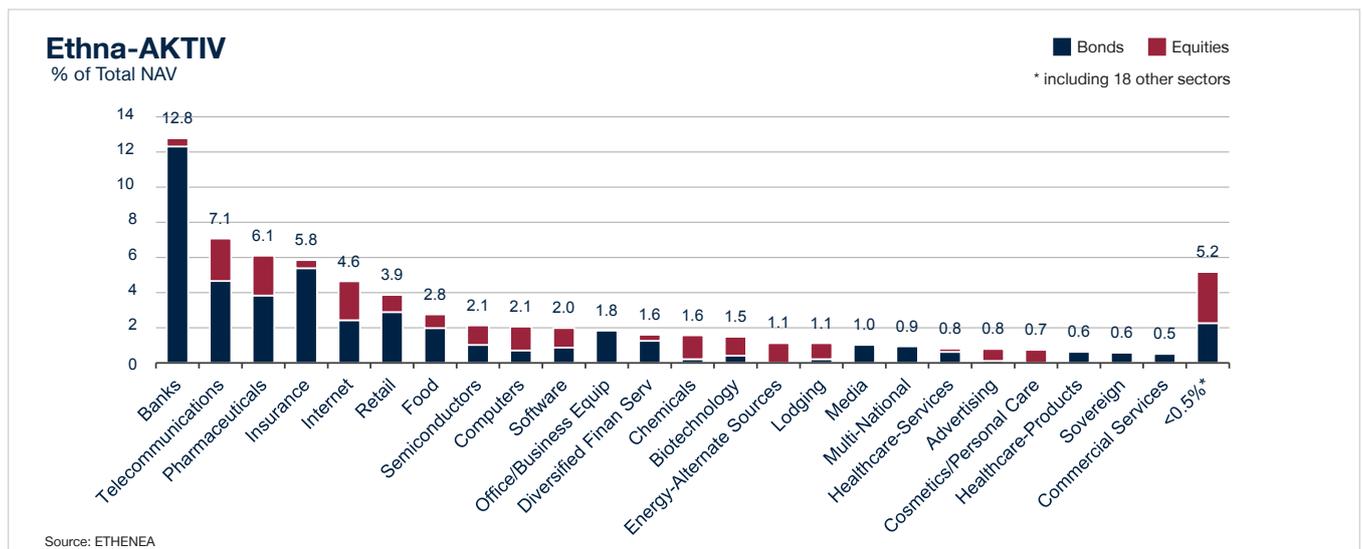
Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft*



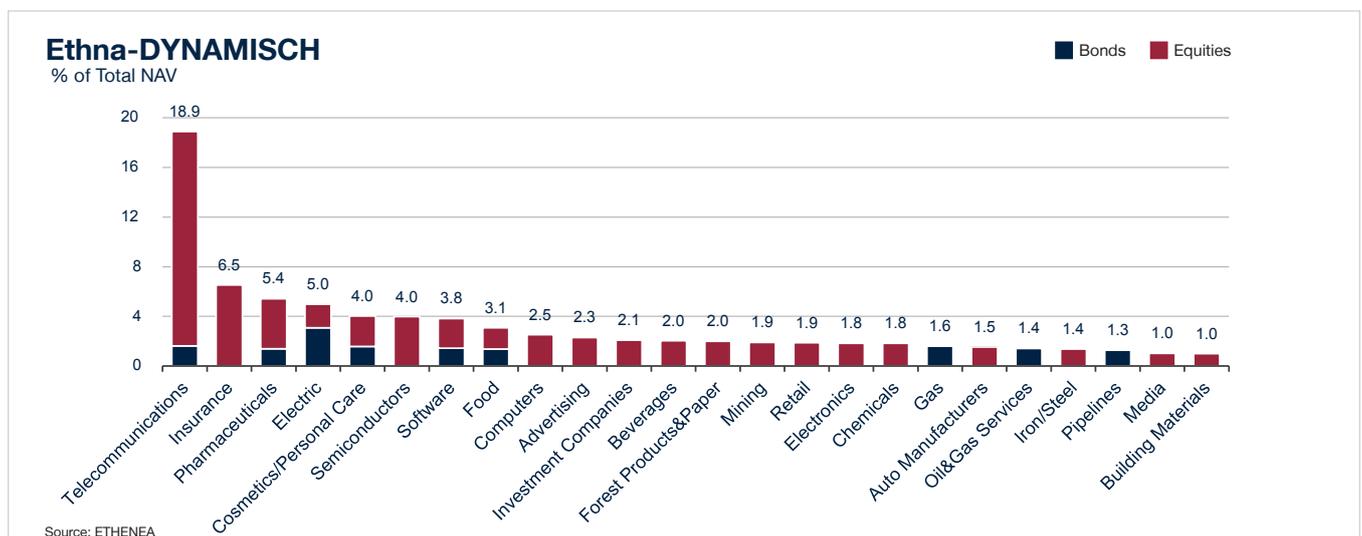
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft*



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



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



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

* 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 +352 276 921-0 · Fax +352 276 921-1099
info@ethenea.com · ethenea.com

Auszeichnungen >>



LIPPER
FUND AWARDS 2015 WINNER
GERMANY



LIPPER
FUND AWARDS 2014
WINNER
GERMANY



LIPPER
FUND AWARDS 2015 WINNER
AUSTRIA



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, 30.9.2016.