



# MARKTKOMMENTAR

## Nichts wird so heiß gegessen, wie es gekocht wird.

Donald Trump wird der 45. Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika. Wir sind nicht überrascht, sondern enttäuscht. Doch was bleibt, wenn sich die ersten Emotionen gelegt haben?

### Inhalt >>

Ausgabe vom 9.11.2016

- >> Nichts wird so heiß gegessen, wie es gekocht wird.
- >> Makroökonomischer Ausblick
- >> Positionierung der Ethna Funds





**Nichts wird so heiß  
gegessen, wie es  
gekocht wird.**

## **Donald Trump wird der 45. Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika. Wir sind nicht überrascht, sondern enttäuscht. Doch was bleibt, wenn sich die ersten Emotionen gelegt haben?**

Auch wir hätten uns lieber mit einer Präsidentin Clinton auseinandergesetzt, trotz ihrer Defizite, weil sie uns in unserer Komfortzone belassen hätte. Es hätte sich allem Anschein nach nur wenig an der bisherigen Politik geändert, und damit auch wenig Einfluss auf die Kapitalmärkte gehabt. Aber wie sagte unser ehemaliger Finanzminister Peer Steinbrück so passend: „Hätte, hätte Fahrradkette.“ Donald Trump ist, wie wir leider in unserem letzten Marktkommentar prognostiziert haben, aus genau *den* Gründen gewählt worden, für die Clinton scheinbar eintrat. Er steht mit seinem populistischen Wahlkampf für Veränderung, für ein Verlassen der eingetretenen Pfade, ähnlich wie Ronald Reagan, der 1980 die Wahlen zum 40. Präsidenten haushoch gewann. Letzterer wollte laut seinem Wahlprogramm die Vereinten Nationen abschaffen, was ihm dann offenbar doch nicht gelang. Ähnliches können wir auch von Präsident Trump erwarten, der im Wahlkampf noch lautstark die Beendigung aller Handelsabkommen forderte, der im Boot mit dem Ku-Klux-Klan, *White Supremacy*<sup>1</sup> und Breitbart News saß, aber bereits in seiner Antrittsrede wesentlich sanftere Töne anklingen ließ, von der Zusammenarbeit der Nationen sprach und sich als Präsident aller Amerikaner bezeichnete.

Es wird eben nichts so heiß gegessen, wie es gekocht wird.

Donald Trump ist ein Vertreter des populistischen<sup>2</sup> Politikers, einer Gattung, die aktuell in vielen Ländern sehr populär ist. Er hat es verstanden, den Leuten aufs Maul zu schauen, und, obwohl er Milliardär ist, *Joe Mainstreet* das Gefühl zu geben, einer von ihnen zu sein. Und wie wir bereits letzten Monat beschrieben haben, birgt der Sieg des Herrn Trump

» Donald Trump ist ein Vertreter des populistischen Politikers, einer Gattung, die aktuell in vielen Ländern sehr populär ist. «

die Gefahr, dass die bereits erstarkten populistischen Kräfte in Europa bei den nächsten Wahlen triumphieren könnten. Falls die AfD es bei der nächsten Bundestagswahl in Deutschland schafft, zweitstärkste Kraft hinter der CDU zu werden, wären wir ebenfalls nicht überrascht. Die politische Klasse hat sich scheinbar zu sehr von den Bedürfnissen der Wähler distanziert, als dass sie noch glaubhaft deren Interessen vertreten könnte. Dies wiederum ist das Kernstück einer repräsentativen Demokratie. Aber genug davon.

<sup>1</sup> Als *White Supremacy* werden im englischsprachigen Raum diejenigen rassistischen Ideologien bezeichnet, die auf der Annahme beruhen, dass Weiße anderen menschlichen „Rassen“ prinzipiell überlegen seien und dass diese Überlegenheit faktisch verteidigt werden müsse. Quelle: [https://de.wikipedia.org/wiki/White\\_Supremacy](https://de.wikipedia.org/wiki/White_Supremacy)

<sup>2</sup> Populismus ist geprägt von der Ablehnung von Eliten und Institutionen, Anti-Intellektualismus, einem scheinbar unpolitischen Auftreten, Berufung auf den „gesunden Menschenverstand“ (common sense), Polarisierung, Personalisierung und Moralisierung. Populismus betont den Gegensatz zwischen dem „Volk“ und der „Elite“ und nimmt dabei in Anspruch, auf der Seite des „einfachen Volkes“ zu stehen. Populismus hat hingegen kein bestimmtes, eigenes Wertesystem, das seinen ideologischen Kern ausmachen und ihn von anderen Ideologien abgrenzen würde. Er kann daher mit ganz unterschiedlichen politischen Richtungen und Zielsetzungen einhergehen. Quelle: <https://de.wikipedia.org/wiki/Populismus>

Die Kapitalmärkte, denen ja unser Hauptaugenmerk gelten sollte, haben erst einmal sehr volatil auf die Wahl von Donald Trump reagiert. Die Aktienmärkte fielen wie ein Stein, der USD verlor massiv an Wert und die US-Staatsanleihen stiegen deutlich. Nach der Siegesrede von Trump drehte die Stimmung, da den Anlegern nun klar wurde, dass die mehr als angedeuteten Infrastrukturinvestitionen möglicherweise doch für das ein oder andere Unternehmen positiv sein könnten, und auch die Trumpschen Steuersenkungen, so sie denn kommen, auch positive Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne haben würden. Eine expansive Fiskalpolitik kann tatsächlich zu Wachstumsschüben führen. Allerdings erscheint es zum jetzigen Zeitpunkt mehr als zweifelhaft, ob die republikanische Mehrheit in beiden Häusern diese Politik mitträgt, wo doch Republikaner eher nicht für schuldenfinanzierte Staatsausgaben stehen. Das entspricht eher der Politik eines Bernie Sanders. Wir bleiben also gespannt.

Inwieweit der Wahlausgang die Entscheidung der US-Notenbank zu beeinflussen vermag, lässt sich zum aktuellen Zeitpunkt nur schwer erfassen. Wir vermuten, dass es weiterhin

in erster Linie die Wirtschaftsdaten sein werden, die die Notenbankpolitik bestimmen. Daher spricht einiges dafür, dass wir im Dezember den nächsten Zinsschritt der US-Fed vermeiden können.

Sobald sich die ersten Emotionen wieder etwas gelegt haben, dürften die Märkte erst einmal in ihre angestammten Handelsspannen zurückkehren. Wir erwarten daher eine Korrektur

### » Wir erwarten eine Korrektur der Korrektur an den Aktienmärkten. «

der Korrektur an den Aktienmärkten, also eine Rückkehr der 10-jährigen US-Rendite unter 1,85 % und des USD gegenüber dem EUR unter 1,1100.

Die Positionierung betreffend bleiben unsere Fonds eher weiter auf Risikoaversion getrimmt. Wir werden lediglich gelegentlich und opportunistisch interessante Investitionsgelegenheiten ergreifen und bleiben insgesamt wachsam.

---

## Autoren >>

### Guido Barthels

Portfolio Manager  
ETHENEA Independent  
Investors S.A.

### Yves Longchamp, CFA

Head of Research  
ETHENEA Independent  
Investors (Schweiz) AG

# Makroökonomischer Ausblick >>

## Zur Lage der Nation

Herzlichen Glückwunsch, Herr Präsident! Nach einer endlosen hässlichen, deutlich unter die Gürtellinie gehenden und milliardenschweren Kampagne wurden Sie gerade zum 45. Präsidenten der Vereinigten Staaten von Amerika und zum Oberbefehlshaber der amerikanischen Streitkräfte gewählt. Dies ist ein historischer Tag. Sie sind der am heftigsten kritisierte Präsident, der jemals gewählt wurde. Sie wurden sogar so sehr kritisiert, dass Ihnen viele Mitglieder Ihrer eigenen Partei die Unterstützung entzogen haben. Am 9. November 2016 wurde Ihr Name der Welt bekannt gegeben. Vor genau 27 Jahren ereignete sich ebenfalls ein historischer Tag: Es fiel die Berliner Mauer. Die Ironie des Schicksals liegt darin, dass

» Ehrlich gesagt ist gar nicht klar, auf der Grundlage welchen Programmes Sie eigentlich gewählt wurden. «

Sie den Bau einer neuen Mauer planen. Ehrlich gesagt ist gar nicht klar, auf der Grundlage welchen Programmes Sie eigentlich gewählt wurden. Sie haben viel geredet, angefangen von Steuerreformen bis hin zur Einwanderung. Doch Worte sind nichts als Schall und Rauch, und Wahlversprechen bleiben... Wahlversprechen.

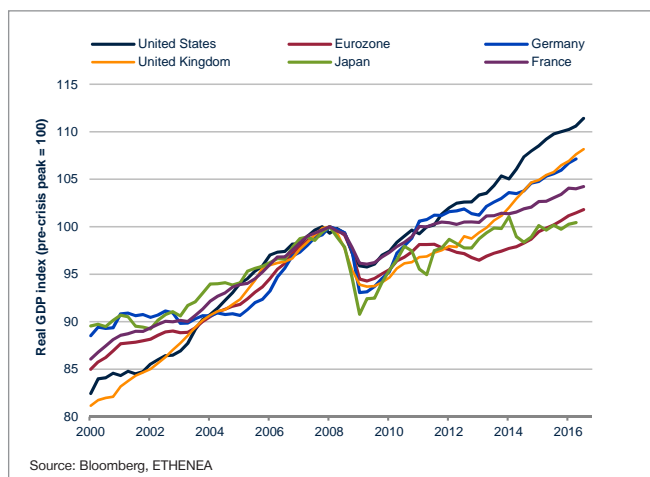
Beinahe zehn Jahre nach der Subprime-Krise und acht Jahre nach Amtsantritt von Präsident Obama wollen wir zunächst einen

überparteilichen Blick auf die Lage der Nation werfen und im Anschluss die bevorstehenden Herausforderungen beleuchten. Die makroökonomischen Kennzahlen zeichnen ein attraktives Bild zur Lage der Nation: Das Wachstum ist robust, es herrscht Vollbeschäftigung, und Inflation gibt es keine.

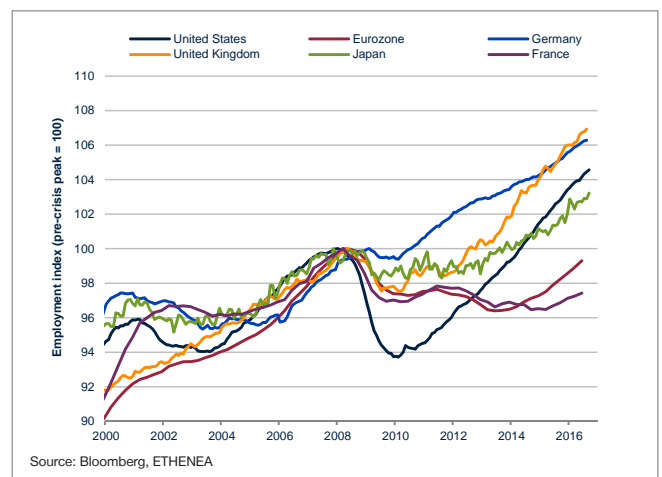
» Die makroökonomischen Kennzahlen zeichnen ein attraktives Bild zur Lage der Nation. «

Gemessen am BIP ist die US-Wirtschaft seit ihrem Höchststand von vor der Krise um mehr als 11 % gewachsen (Grafik 1). Deutschland und Großbritannien, die beiden Volkswirtschaften die ihren früheren Spitzenwert um rund 8 % übertroffen haben, weisen eine deutlich bescheidenere Entwicklung auf, wenn man bedenkt, dass sich das Epizentrum der Subprime-Krise in den USA befand und das britische Pfund sowie der Euro einen Wertverlust von etwa 40 % bzw. 30 % gegenüber dem Dollar verzeichnet haben.

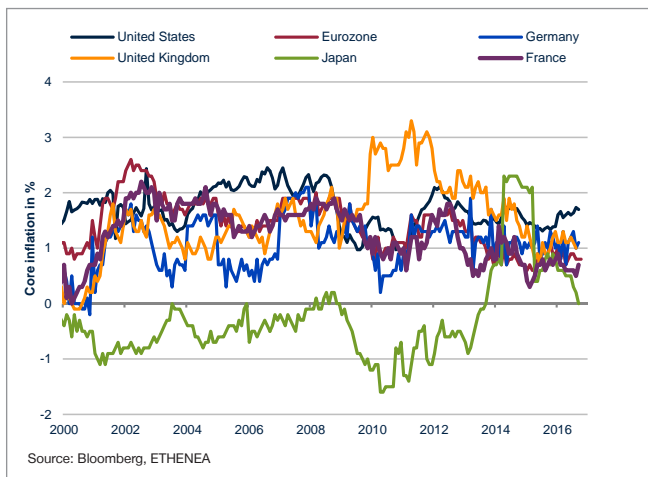
Auch die Lage am Arbeitsmarkt ist beneidenswert. Infolge der Subprime-Krise bauten die US-Unternehmen mehr als 6 % der Arbeitskräfte ab. Das ist mindestens doppelt so viel wie in jedem anderen Land (Grafik 2). Danach wurden neue Jobs in einem Tempo geschaffen, das von keinem anderen Land überboten wurde, und die Arbeitslosenquote ist auf einen Stand gesunken, der als Vollbeschäftigung anzusehen ist.



Grafik 1: Bruttoinlandsprodukt



Grafik 2: Beschäftigung



Grafik 3: Kerninflation

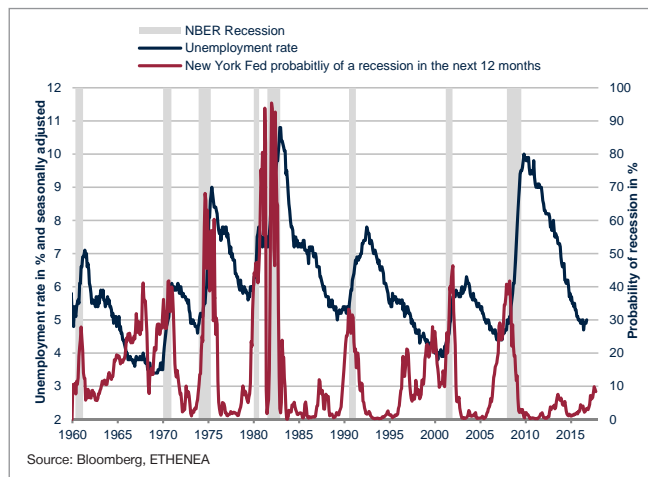
Hinzu kommt eine ansehnliche Inflation. Im Gegensatz zu anderen Volkswirtschaften blieb die Kerninflation – also die Preisentwicklung von Konsumgütern ohne Lebensmittel und Erdöl – fest bei 1 % oder darüber verankert, selbst in den dunkelsten Tagen der globalen Finanzkrise (Grafik 3).

Betrachtet man diese drei häufig herangezogenen Kennzahlen, sind die USA ein guter Ort. Ob dies nun auf die Entscheidungen von Barack Obama, Ben Bernanke, Otto Normalverbraucher, einfach nur Glück oder alles zusammen zurückzuführen ist, soll nicht Thema dieses Ausblicks sein. Wir stellen lediglich fest, dass die US-Wirtschaft wieder einmal überrascht hat mit ihrer Fähigkeit, gestärkt aus einer Krise hervorzugehen, und wir freuen uns über diese gute Verfassung.

Herr Präsident, Sie erben eine Wirtschaft, die sich gemäß der oben beschriebenen Kennzahlen in einer guten Verfassung befindet. Aber es gibt auch Herausforderungen.

Erstens befindet sich die US-Wirtschaft in einer späten Phase des Zyklus, wie schon seit einiger Zeit von uns beschrieben. Die Arbeitslosenquote hat sich bei etwa 5 % stabilisiert, und wir wären nicht überrascht, wenn die Quote am Ende Ihrer Amtszeit höher läge. Die Arbeitslosenquote stabilisiert sich nämlich nur selten für längere Zeit und wenn es dazu kommt, dann deutet dies häufig darauf hin, dass die Wirtschaft ihren Höchststand erreicht hat (Grafik 4: Rezessionen werden in hellgrau dargestellt). Laut der New York Fed liegt die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den nächsten zwölf Monaten bei 8,4 % – ein niedriger, aber steigender Wert.

Zweitens hat die Fed die Zinsen in diesem Zyklus erst einmal erhöht. Unserem Hauptszenario zufolge wird es im Dezember zu einer zweiten Anhebung kommen. Bei einer Zinsanhebung von einem viertel Prozent pro Jahr wird die Fed nicht genügend Pulver für die nächste Rezession bis 2030 haben. Die Frage, wie auf die nächste, selbst kleinere Rezession reagiert werden



Grafik 4: Konjunkturzyklus

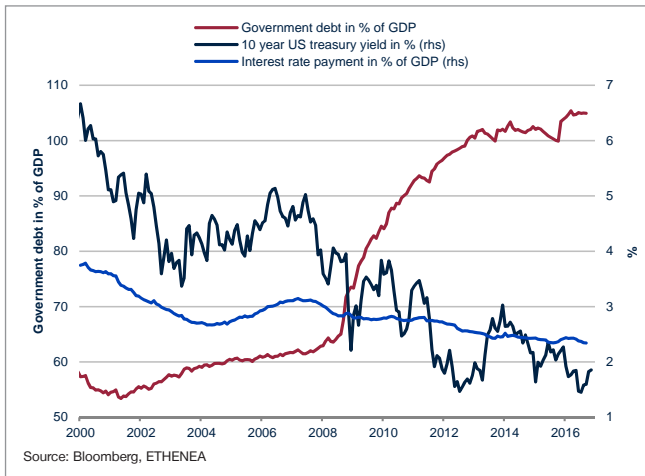
soll, ist schon beunruhigend. Vom aktuellen Standpunkt aus wäre eine quantitative Lockerung die offensichtlichste geldpolitische Antwort, auch wenn deren Vermögen, die Wirtschaft anzukurbeln, gegenwärtig hinterfragt wird.

Drittens werden Sie in Ihren ersten 100 Tagen im Weißen Haus mit der Umsetzung einiger der Reformen beschäftigt sein, die Sie in Ihrem Wahlkampf angekündigt haben. So haben Sie unter anderem lautstark von einer Steuerreform gesprochen. Doch der Präsident alleine kann das US-Steuerrecht nicht ändern. Nur der Kongress hat hier die Gesetzgebungskompetenz. Dies wird also Zeit erfordern. Außerdem wird im März

» Die Frage, wie auf die nächste, selbst kleinere Rezession reagiert werden soll, ist schon beunruhigend. «

2017 das Thema der Schuldenobergrenze, d.h. die alle zwei Jahre wiederkehrende Haushaltskrise, wieder hochkommen und Sie das gesamte Jahr über begleiten. Auch hier muss der Kongress darüber befinden, was zu tun ist, also entweder die Schuldenobergrenze anheben, aussetzen oder abschaffen. Es könnte zu einem echten Problem werden, wie Sie Ihre Projekte finanzieren wollen.

Schon die drei oben erörterten Punkte machen Ihre erste Amtszeit zu einer echten Herausforderung, weil die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik aufgrund der größer gewordenen Verflechtung verschwimmt. Im Falle einer Rezession wird die Geldpolitik wahrscheinlich nur eine begrenzte Wirkung haben und die Fiskalpolitik wird eine wichtigere Rolle spielen. Allerdings werden die Spannungen zwischen Geld- und Fiskalpolitik im Falle des sehr viel erfreulicheren Szenarios einer ausbleibenden Rezession, einer allmählich zunehmenden Inflation und einer weiteren Normalisierung der Geldpolitik akuter ausfallen.



Grafik 5: Staatsverschuldung

Vor der Subprime-Krise konnte die US-Regierung zu einem Zinssatz von etwa 4 % pro Jahr Geld aufnehmen, wie die in dunkelblau dargestellte Rendite von 10-jährigen Treasuries in Grafik 5 zeigt. Da das Verhältnis zwischen Staatsschulden und BIP gerade einmal bei 60 % des BIP lag (rote Linie), machten Zinszahlungen etwa 3 % des BIP aus (hellblaue Linie). Ende 2016 ist der Anteil der staatlichen Zinszahlungen auf

» Wie das sinkende Vertrauen in die Institutionen zurückgewonnen werden kann, das sich durch die Anti-Establishment-Stimmen geäußert hat, ist eine der wesentlichen Fragen. «

2,3 % des BIP gesunken, während sich das Verhältnis von Schulden und BIP um mehr als 10 Billionen US-Dollar<sup>3</sup> auf 105 % erhöht hat. Sollten die Zinsen wieder zurück auf das Vorkrisenniveau steigen, würden die jährlichen Zinszahlungen auf die Staatsschulden nach unserer Überschlagsrechnung auf 4,7 % des BIP steigen. Das Steuerrecht muss dann zweifellos re-

formiert werden, aber nicht so, wie Sie es versprechen. Zudem werden die Spannungen zwischen dem Finanzministerium in Washington D.C. und der Federal Reserve zunehmen. Wie das sinkende Vertrauen in die Institutionen zurückgewonnen werden kann<sup>4</sup>, das sich durch die Anti-Establishment-Stimmen geäußert hat, und wie sich die Unabhängigkeit der Fed garantieren lässt, werden wesentliche Fragen sein.

Neben den genannten wirtschaftlichen Herausforderungen birgt die Zukunft eine Vielzahl von sozialen, politischen und geopolitischen Herausforderungen. Globalisierungsthemen, also beispielsweise Handelsabkommen wie NAFTA, TPP und sogar die WTO-Mitgliedschaft, können von Ihnen erheblich beeinflusst werden. Einwanderung und die zunehmende Ungleichheit, zwei gesellschaftliche und politische Probleme, deren Wurzeln in der Globalisierung liegen und die durch die politischen Antworten auf die globale Finanzkrise noch verschärft wurden, sind ebenfalls heiße Eisen. Als Oberbefehlshaber einer Großmacht geht es auch immer um Ihre Rolle als Weltpolizist. Wie sich die USA und im weiteren Sinne die westliche Welt mit ihrer Ideologie gegenüber Russland, dem Mittleren Osten und China 27 Jahre nach dem erdrurtsartigen Sieg über den Kommunismus aufstellen soll, das sind Fragen, die uns in den kommenden Jahren in Atem halten werden.

Sehr geehrter Herr Präsident, Gott segne Sie und Gott segne die Vereinigten Staaten von Amerika.

Autor >>

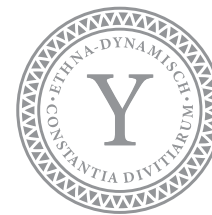
**Yves Longchamp, CFA**  
 Head of Research  
 ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

<sup>3</sup> 10 Billionen oder 10.000.000.000.000 ist eine Zahl, die die Vorstellungskraft übersteigt... Stellen Sie sich stattdessen vor, die Regierung hätte die zusätzlichen 10 Billionen USD in 100-USD-Noten aufgenommen. Dann würden die zusätzlichen Schulden 10.922 Kilometer und die Gesamtschulden von derzeit 19,6 Billionen USD 21.378 Kilometer in die Höhe reichen – das geht über jegliches stratosphärisches Maß hinaus.

<sup>4</sup> Quelle: <http://www.gallup.com/poll/1597/confidence-institutions.aspx>

# Positionierung der Ethna Funds >>

Stand: 31.10.2016



## Ethna-DEFENSIV

Waren die Aktienmärkte im Oktober noch relativ stabil, so sah das Bild an den Rentenmärkten deutlich anders aus. Die 10-jährigen Zinsen stiegen in den USA wie auch in Deutschland auf Monatssicht über 0,25 %. Grund hierfür waren verschiedene Faktoren: Mit einem Ölpreis um weiterhin 50 USD pro Barrel kommt es zu einem positiven Basiseffekt, welcher die Headline-Inflation und die Inflationserwartungen leicht ansteigen lässt. Dieser Prozess ist einzig der Berechnungsmethodik geschuldet und folglich keine Überraschung. In Verbindung mit verbesserten makroökonomischen Daten in den USA und der Eurozone sowie einer ausbleibenden klaren Aussage von Mario Draghi bezüglich einer Verlängerung des europäischen QE-Programms und nicht zuletzt mit den höheren Inflations- und starken Konjunkturdaten aus England, die dafür sorgen sollten, dass die Bank of England vorerst keine weitere geldpolitische Lockerung betreibt, wurden hierdurch trotz allem die Zinsen nach oben getrieben und sorgten für Volatilität.

Auch wenn wir die derzeitige Entwicklung auf der Zinsseite als tendenziell temporär und nicht nachhaltig betrachten, haben wir dennoch die Modified Duration im Fonds und damit die Zinssensitivität zeitnah deutlich reduziert, um die negativen Effekte dieser Bewegung auf das Portfolio zu limitieren. Gleichzeitig nutzen wir den Anstieg auf der Zinsseite, um unsere Investmentquote in Form von Zukäufen auf der Anleihe-seite zu erhöhen. Im aktuellen Marktumfeld bevorzugen wir weiterhin Anleihen mit einem Rating von A bis BBB, da diese das attraktivste Risiko-Rendite-Profil aufweisen.

Auf der Währungsseite wurde unser Fremdwährungsexposure deutlich reduziert. So schlossen wir unsere Position in GBP in Erwartung einer höheren Inflation in diesem Währungssegment sowie einer fortwährenden großen politischen Unsicherheit.

## Ethna-AKTIV

Das FOMC-Sitzungsprotokoll von September zeigt, dass der geldpolitische Ausschuss der Fed uneins ist. Ob es im Dezember zu einer zweiten Zinserhöhung kommt, ist nach wie vor die große Frage. Doch auch wenn die Fed sicherlich

keinen Grund zur Eile hat, erwarten wir eine Zinserhöhung im Dezember, da die notwendigen Voraussetzungen hierfür erfüllt sind. In Europa überraschte die EZB auf ihrer Sitzung damit, dass sie nichts ankündigte, insbesondere was das QE-Programm angeht. Die Marktreaktion war überraschend, und wir gehen davon aus, dass dieser *Kommunikationsfehler* im Dezember korrigiert wird. Neben der fehlenden *Forward Guidance* wurden die Renditen durch konstruktive Wachstums- und Inflationsdaten getrieben. Im Hinblick auf die Brexit-Diskussion stellte Theresa May klar, dass Artikel 50 nächstes Jahr im März ausgelöst werde.

Im vergangenen Monat haben wir einige Anpassungen des Portfolios vorgenommen. Ein Teil der Cash-Bestände wurde in Anleihen und Aktien angelegt. Der Ausbau des Anleihe-exposures erfolgte vorwiegend durch Unternehmensanleihen mit einem Rating von A bis BBB, die das attraktivste Risiko-Rendite-Profil aufweisen. Die Modified Duration wurde leicht reduziert, da höhere Inflations- und konstruktive Wachstumsdaten die Renditen von Staatsanleihen auf ein etwas höheres Niveau gedrängt haben. Wir gehen zwar nach wie vor davon aus, dass die langfristigen Zinsen noch längere Zeit niedrig bleiben, sind aber weiter vorsichtig, um eine potenzielle Abwärtsentwicklung zu begrenzen.

Auf der Aktienseite haben wir die Investitionen in Einzeltitel ebenfalls erhöht. Das Netto-Aktienexposure einschließlich der Absicherungen durch Futures und Optionen blieb im Vergleich zum Vormonat jedoch weitgehend unverändert. Aufgrund der zugrunde liegenden Kursbewegungen hat sich das Netto-Aktienexposure im Monatsverlauf leicht verändert. Zum Schutz vor massiven Neubewertungen im Aktienbereich halten wir Put-Optionen mit einem nominalen Exposure, das unseren physischen zugrunde liegenden Investitionen entspricht.

Unser Fremdwährungsexposure wurde leicht reduziert. Unsere Position in US-Dollar, die eine unserer größten Portfoliositionen darstellt, haben wir reduziert, nachdem dieser zugelegt hatte. Des Weiteren haben wir die Cash-Position reduziert, um unsere neuen Investitionen zu finanzieren. Wir halten jedoch weiterhin Cash zu den Future-Positionen, um eine Hebelwirkung zu vermeiden sowie als aktives Instrument, um das Gesamtrisiko und die Volatilität zu verringern.

## Ethna-DYNAMISCH

Im Ethna-DYNAMISCH haben wir auf der Aktienseite die Bruttoinvestitionsquote leicht auf rund 65 % angehoben. Rechnerisch ergibt sich aufgrund unserer Protective-Put-Positionen eine Nettoinvestitionsquote von ca. 55 %. Innerhalb des Portfolios haben wir Umschichtungen analog zur Tendenz der vorangegangenen Monate vorgenommen. So wurde die Gewichtung in Nordamerika weiter reduziert, auf nunmehr rund 24 %. Zugleich wurde die Gewichtung in Europa auf rund 29 % angehoben. Mit rund 12 % blieb die Gewichtung in Asien unverändert. Auf Sektorebene ergaben sich nur geringfügige Änderungen. Mit einer leicht erhöhten Gewichtung in den Bereichen Finanzen und Konsum und gleichzeitig einer reduzierten Gewichtung im Bereich Versorger und Edelmetalle wurde das Portfolio tendenziell etwas zyklischer aufgestellt. Das durchschnittliche KGV des Portfolios beträgt derzeit ca. 12,7x, bei einer Dividendenrendite von ca. 3,2 %.

Im Rentenbereich haben wir unsere Position in amerikanischen Hochzinsanleihen von 15 % auf rund 20 % aufgestockt. Das Portfolio besteht aktuell aus 13 Positionen und ist auf Sektorebene breit diversifiziert (z.B. Ölservice, Pipelines, Gasversorger, Energieerzeugung, Goldminen, Technologie, Pharma und Einzelhandel). Die Schwerpunkte liegen außerdem in Bereichen, die auf der Aktienseite eher unterrepräsentiert sind. Das Portfolio bietet eine laufende Rendite von ca. 7,4 %, bei einer Modified Duration von 5,2.

Der Kassenbestand fiel durch den Saldo der oben beschriebenen Transaktionen auf rund 15 %. Unsere spekulativen Fremdwährungspositionen haben wir im Monatsverlauf mit leichten Gewinnen (insbesondere in der Norwegischen Krone) glattgestellt, so dass nunmehr der gesamte Bestand auf EUR lautet. Bei Gelegenheit werden wir abermals versuchen, die negativen Zinsen mit spekulativen Fremdwährungspositionen zu überbrücken. Zudem haben wir bei rund 1,0950 unsere EUR/USD-Bestände fast vollständig gehedgt. Unsere Fremdwährungsquote beträgt daher nur noch knapp 20 % (JPY, KRW, GBP und CHF).

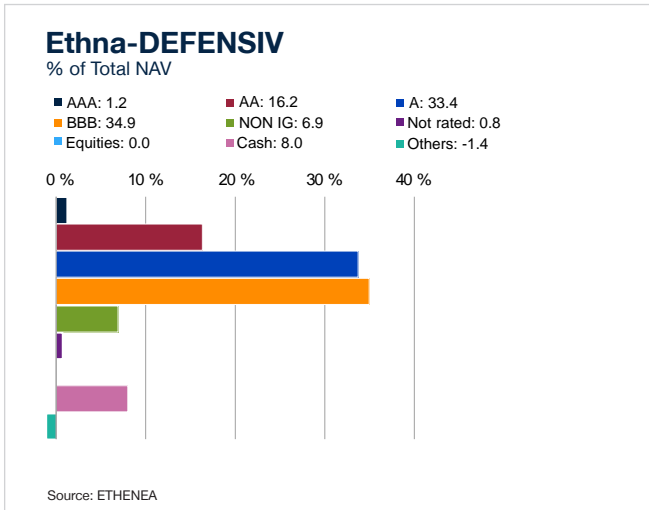


### Autoren >>

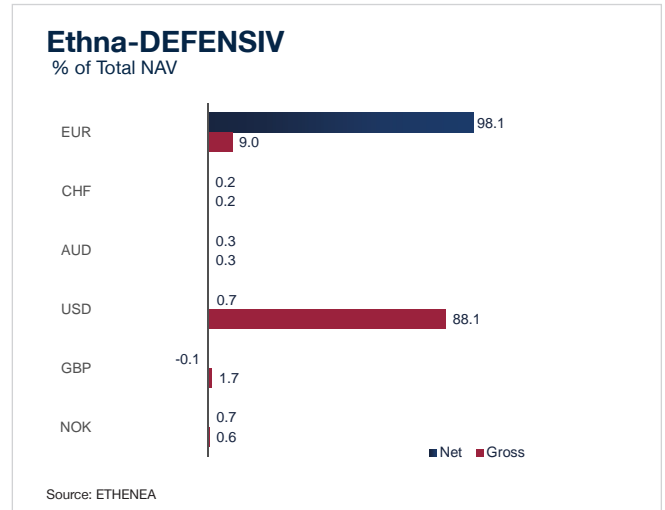
#### Portfolio Management

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

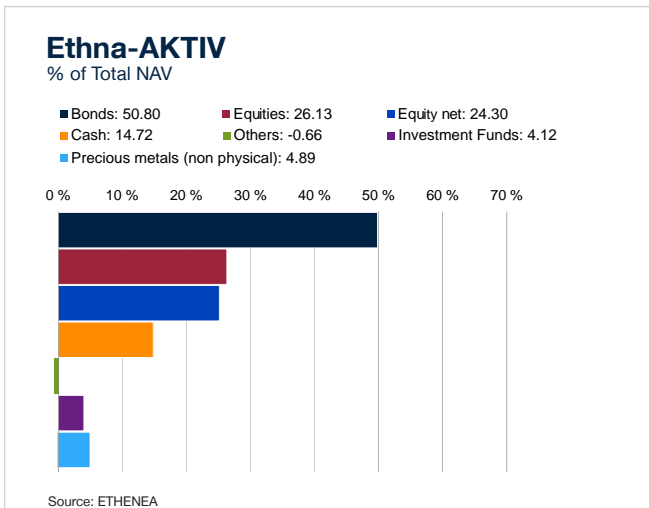




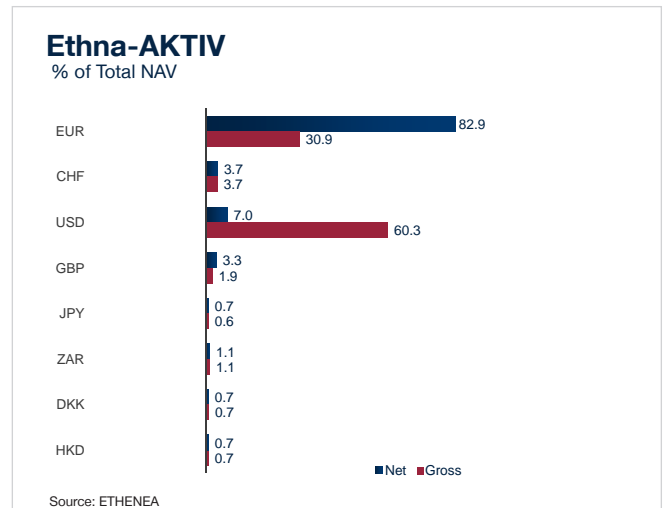
Grafik 6: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV\*



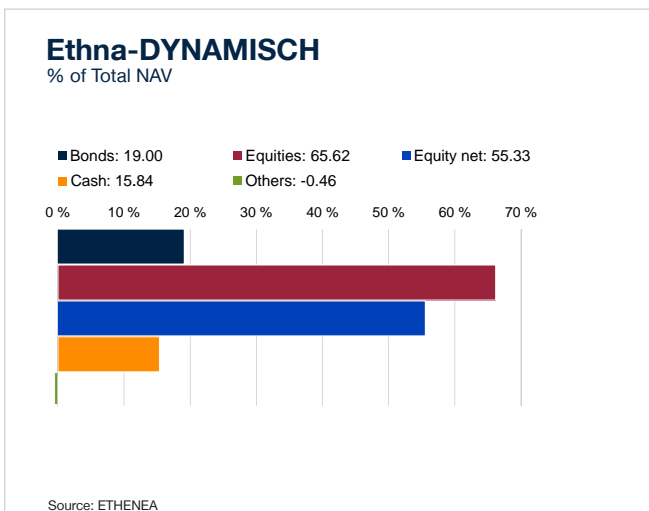
Grafik 9: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Währungen\*



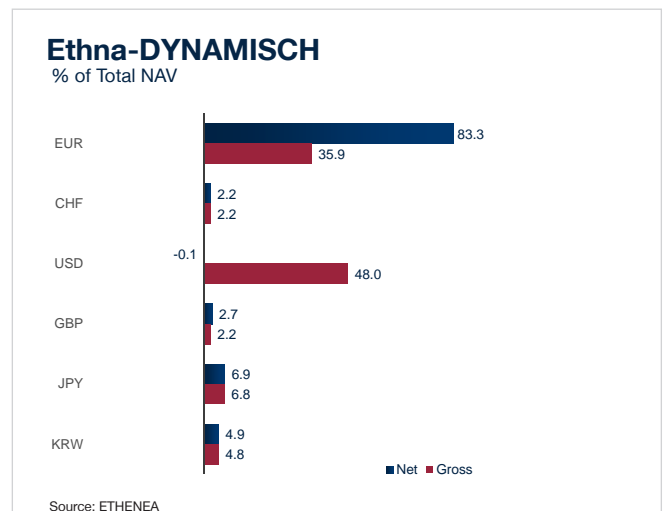
Grafik 7: Portfoliostruktur<sup>5</sup> des Ethna-AKTIV\*



Grafik 10: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Währungen\*

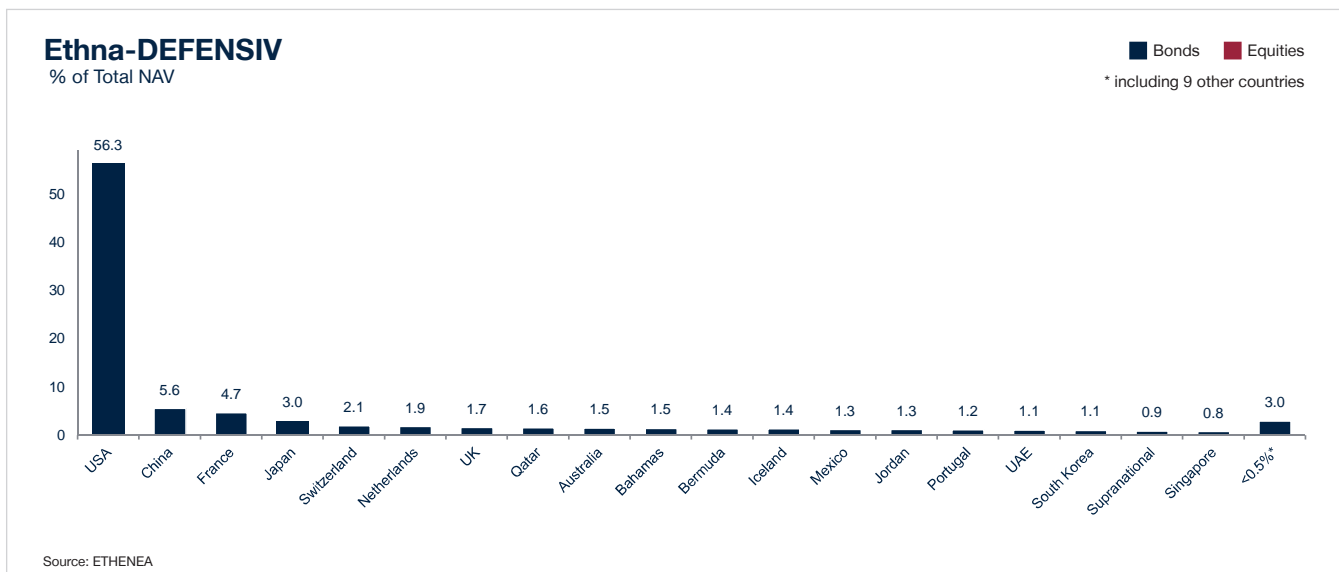


Grafik 8: Portfoliostruktur<sup>5</sup> des Ethna-DYNAMISCH\*

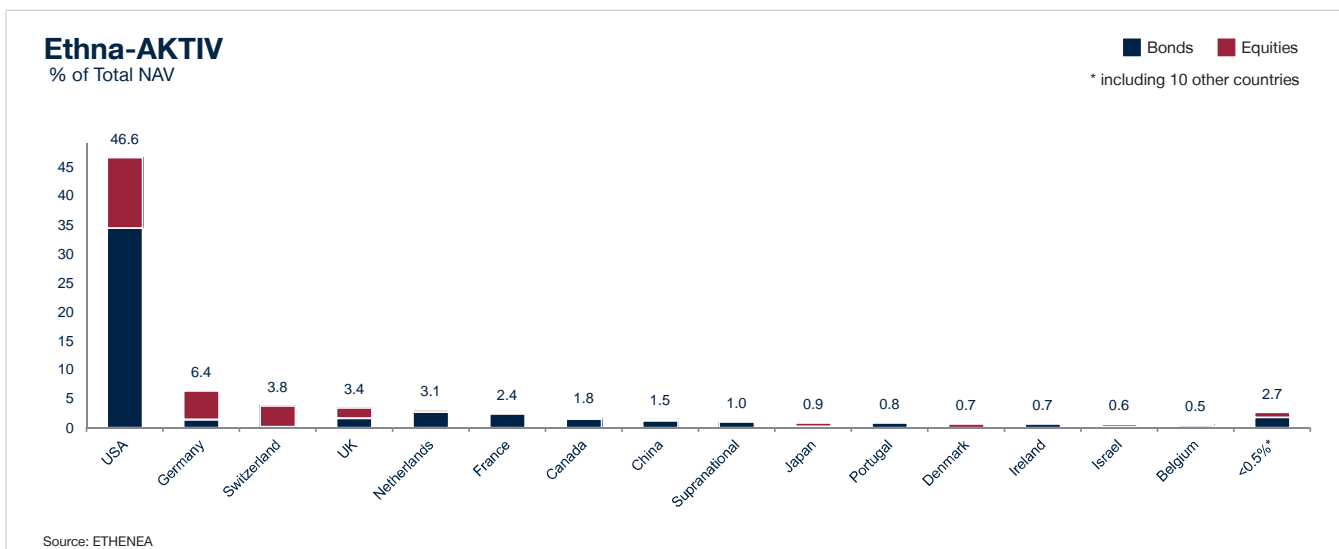


Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Währungen\*

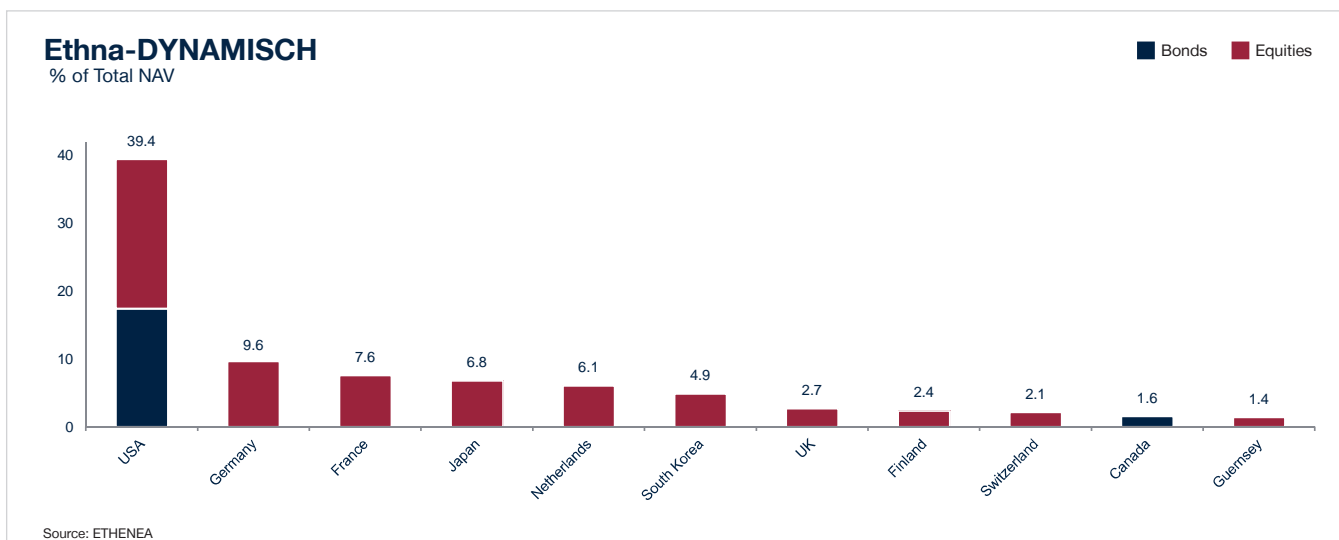
<sup>5</sup> Unter der Position „Liquidität“ sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Die Position „Aktien Netto“ beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.



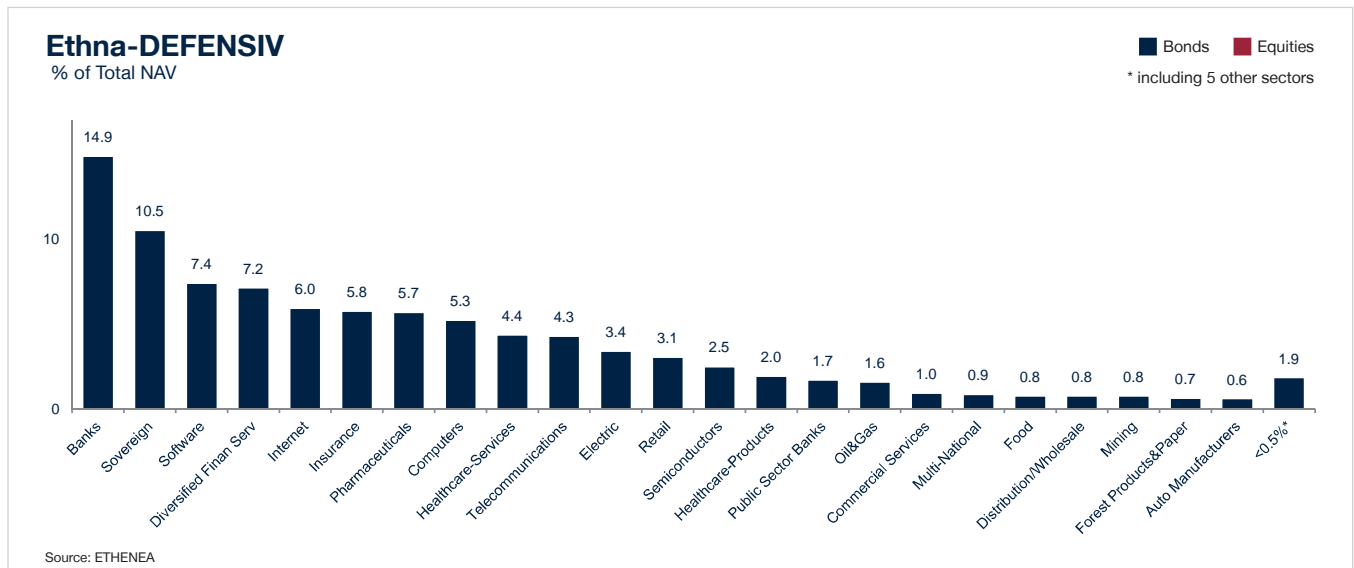
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft\*



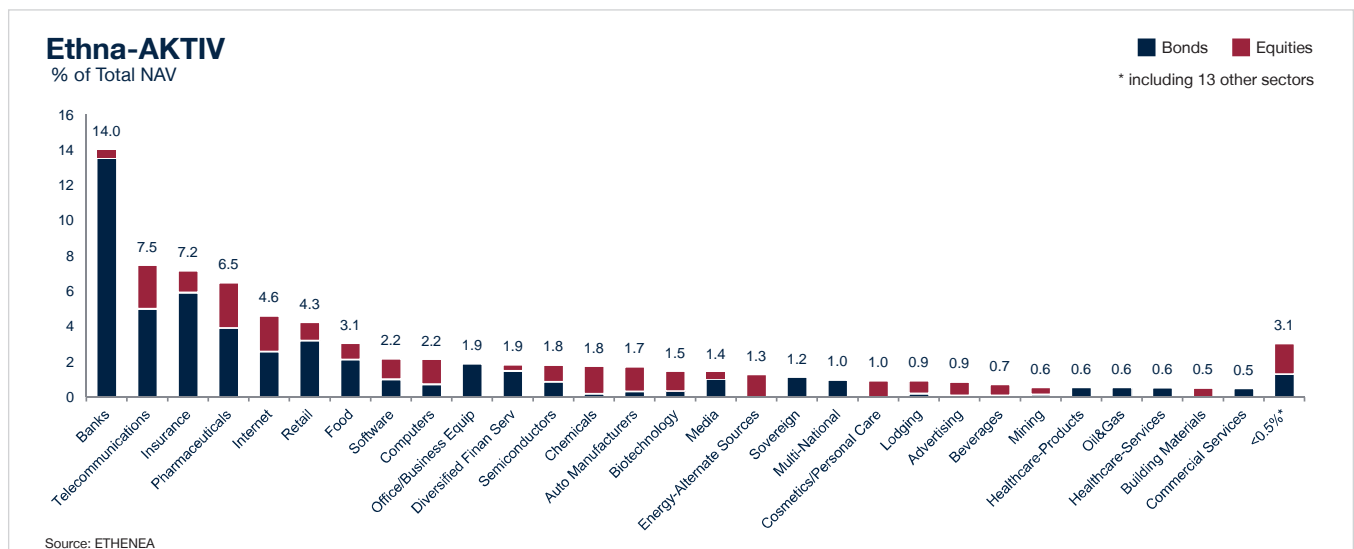
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft\*



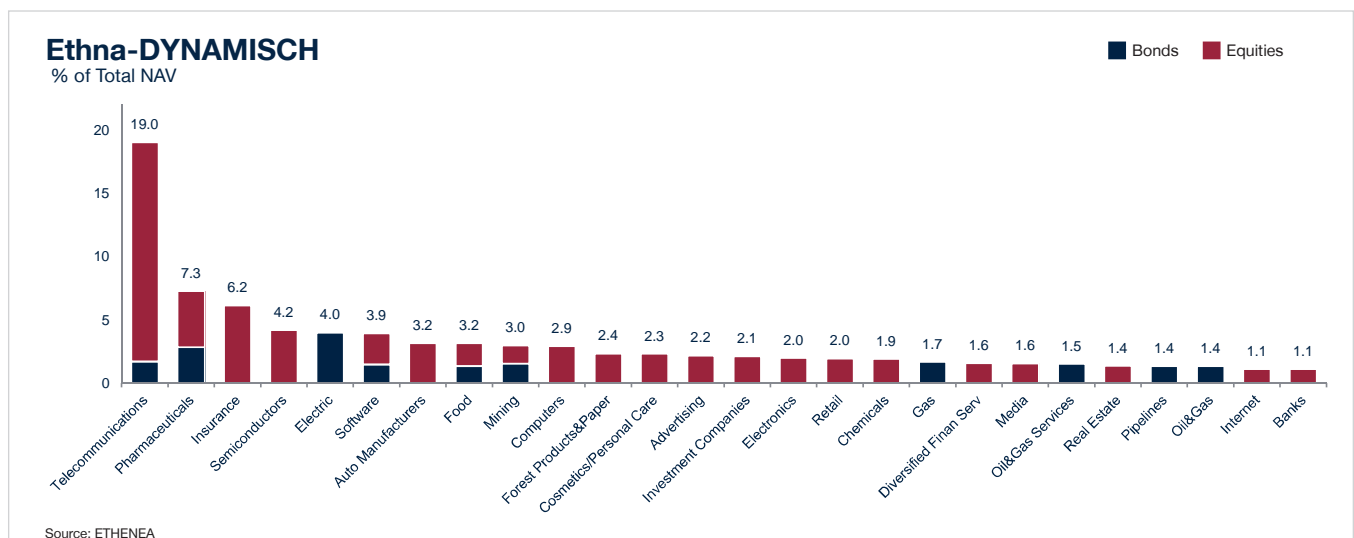
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft\*



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



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



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

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



## Herausgeber >>

Das Portfolio Management Team und der Head of Research



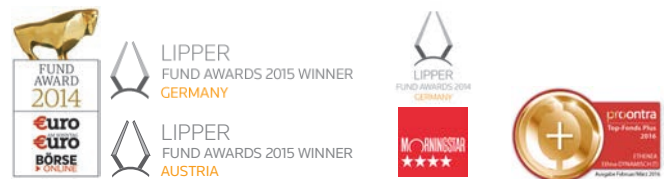
*Sitzend (v.l.n.r.):* Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Peter Steffen;  
*Stehend (v.l.n.r.):* Simon Oeser, Fabian Scheler, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker, Yves Longchamp – Head of Research bei ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Marco Ricciardulli (*nicht abgebildet*).

## 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 >>



## Wichtige Hinweise >>

Das in diesem Marktcommentar 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, 9.11.2016.