



MARKTKOMMENTAR

Es ist erst vorbei, wenn die dicke Frau singt.¹

Der Auftritt der Walküre² Brünhild läutet in Richard Wagners *Ring des Nibelungen* das Ende der bisherigen Weltordnung ein. Solange die meist füllige Opernsängerin die Bühne nicht betreten hat, bleibt der Ausgang völlig offen. Welcher Akt kommt an den Kapitalmärkten gerade zur Aufführung?

Inhalt >>

Ausgabe vom 30.11.2016

- >> Es ist erst vorbei, wenn die dicke Frau singt.¹
- >> Makroökonomischer Ausblick
- >> Positionierung der Ethna Funds





Es ist erst vorbei, wenn die dicke Frau singt.¹

Der Auftritt der Walküre² Brünhild läutet in Richard Wagners *Ring des Nibelungen* das Ende der bisherigen Weltordnung ein. Solange die meist füllige Opernsängerin die Bühne nicht betreten hat, bleibt der Ausgang völlig offen. Welcher Akt kommt an den Kapitalmärkten gerade zur Aufführung?

Der umgangssprachliche Ausdruck *it ain't over till the fat lady sings* ist im englischsprachigen Raum sehr geläufig und eine Anspielung auf die Schlussarie einer Opernaufführung, die häufig von einer (meist korpulenten) Sopranistin zum Besten gegeben wird.

So oder so, die immer wieder aufkommende Frage, ob die viele Jahrzehnte andauernde Renten-Hausse nun endlich

» Die Frage, ob die viele Jahrzehnte andauernde Renten-Hausse nun endlich vorbei ist, beantworten wir mit einem klaren Nein. «

vorbei sei, beantworten wir mit einem klaren Nein. Sie ist längst nicht vorbei. Allerdings bedeutet dies nicht, dass die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen nicht zwischenzeit-

lich wieder auf 1,50 % beziehungsweise jene der US-Treasury nicht wieder auf 3 % klettern können. Das wäre im Rahmen der normalen Auf- und Abwärtsbewegungen an den Kapitalmärkten.

Weniger normal erscheint hingegen aktuell, dass alles so fürchterlich schnell geht. Bloomberg berichtete am 1. Dezember, dass der Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index³ im vergangenen Monat einen Wertrückgang von unglaublichen USD 1.700 Milliarden verzeichnete. Und das in einem einzigen Monat. Aktuell hat der Index noch einen Wert von USD 44.480 Milliarden. Mit fast 3,7 % entspräche dies einem Wertverlust, wie wir ihn schon seit vielen Jahren nicht mehr gesehen haben. Damit wäre auch erklärt, warum wir den Großteil der Bewegung nicht für fundamental halten, sondern mit Markttechnik begründen.

¹ Abgeleitet vom Englischen *it ain't over till the fat lady sings*, was interpretiert werden kann als „man kann den Ausgang eines Ereignisses nur schwer vorhersehen, solange dieses noch im Gange ist.“ Quelle: https://en.wikipedia.org/wiki/It_ain't_over_till_the_fat_lady_sings

² Als Walküre wird in der Mythologie eine „mythische Kampfungfrau“ bezeichnet. Quelle: <https://de.wikipedia.org/wiki/Brünhild>

³ Der Bloomberg Barclays Global Aggregate Index ist ein grundlegender Maßstab für globale Investment Grade-Anleihen aus 24 lokalen Währungsmärkten. Dieser Benchmark, der sich aus unterschiedlichen Währungen zusammensetzt, schließt Staats-, Unternehmens- und verbriefte festverzinsliche Anleihen von Emittenten sowohl aus Industrie- als auch aus Schwellenmarktländern ein.

Grafik 1 zeigt die entsprechend massive Kursbewegung anhand der aktuellen 10-jährigen Staatsanleihe. Seit August ist die Anleihe um mehr als 8 % gefallen, davon fast 6 % in den letzten zwei Wochen. Grafik 2 rückt wiederum auch diese bemerkenswerte Bewegung in die richtige Perspektive: Im Langfristrend fällt sie kaum ins Gewicht. Das soll allerdings nicht bedeuten, dass wir diese deutliche Preisänderung ignorieren. Man sollte schlichtweg in der Lage sein, darüber hinaus zu sehen.

Abgesehen von einem massiven Vertrauensverlust der Investoren gegenüber den Emittenten sollten Renditen nur dann nachhaltig steigen, wenn auch die Inflation nachhaltig steigt. Die Headline-Inflation, also die Inflationsrate aus den Abend-

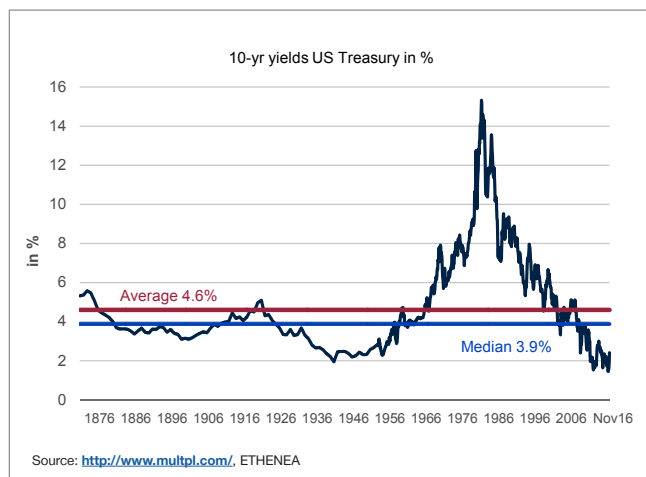
» Die Inflation scheint weiter auf dem Vormarsch. «

nachrichten, steigt gegenwärtig und wird dies noch weiter tun, sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks. Maßgeblich liegt das daran, dass nun nach und nach die steigenden Ölpreise gegenüber dem Vorjahr mit in die Berechnung einfließen, also der sogenannte Basiseffekt. Grafik 3 zeigt, dass der Rohölpreis seinen bisherigen Tiefpunkt im Januar 2016 hatte. Seitdem stieg der Preis, sage und schreibe, um etwa 100 %. Dies wird sich besonders in der ersten Jahreshälfte 2017 auf die Inflationszahlen auswirken.

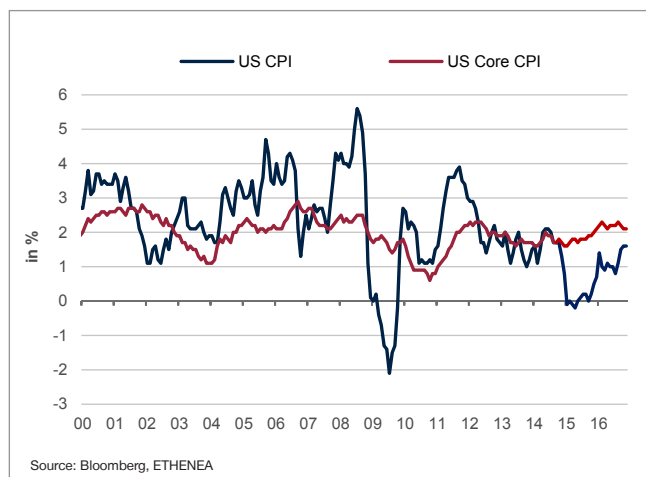
An den Anlegern wird das natürlich nicht spurlos vorübergehen, war das Thema Inflation doch weitestgehend aus dem Gesichtsfeld vieler Anleger verschwunden und in letzter Zeit eher das Gespenst der Deflation umtrieb. Nun scheint die Inflation wieder auf dem Vormarsch. Wir gehen hierbei nicht von stetig steigenden Rohölpreisen aus, trotz der gerade beschlossenen Drosselung der Produktion durch die OPEC. Im Boden der USA schlummern gewaltige Reserven an Rohöl. Erst vor Kurzem wurde das bisher weltweit größte Ölfeld Wolfcamp in texanischem Boden mit über 20 Milliarden Barrel entdeckt. Der zukünftige Präsident Donald Trump hat in seinem Wahlkampf sehr deutlich gemacht, wie er die Produktion von Schiefergas und -öl wieder ankurbeln möchte, um Jobs zu schaffen. Dieses Vorhaben dürfte die weltweiten Rohölpreise ziemlich in Schach halten.



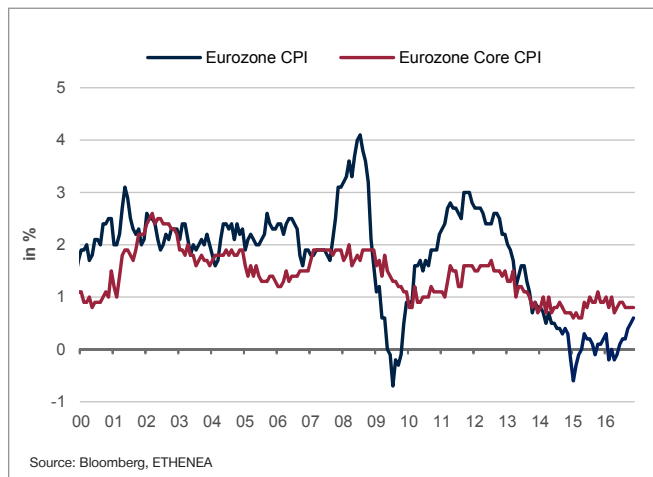
Grafik 1: Kursverlauf der aktuellen 10-jährigen US-Staatsanleihe



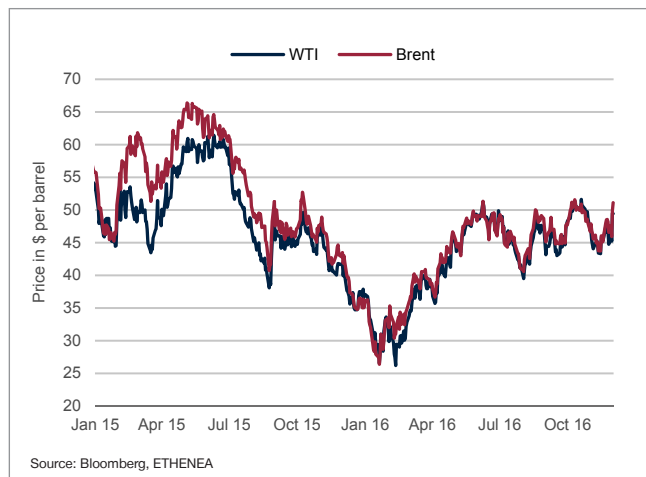
Grafik 2: Renditeverlauf der 10-jährigen US-Staatsanleihe seit 1872



Grafik 3: Headline- und Kerninflationsrate in den USA



Grafik 4: Headline- und Kerninflationsrate in der Eurozone



Grafik 5: Verlauf der Rohölpreise für die Ölsorten West Texas Intermediate und Brent

Die Kerninflationsraten hingegen sind hüben wie drüben äußerst stabil (Grafiken 4 und 5). Es handelt sich dabei um die Inflationsraten, aus denen die volatilen Energie- und Lebensmittelpreise herausgefiltert wurden. Ob die vom Markt befürchtete *Trumpflation* wirklich kommt, wird unser Head of Research, Yves Longchamp im folgenden Teil erläutern. An dieser Stelle sei jedoch schon einmal festgehalten: Der langfristige Trend in der globalisierten Welt bei einer schnell voranschreitenden Automatisierung der Arbeitsprozesse (Industrie 4.0) ist weiterhin unverändert jener der Disinflation.⁴

Insofern sind wir gespannt, wann die in unseren Augen sehr übertriebene Aufwärtsbewegung der Renditen zum Halten kommt. Wir sind zuversichtlich, dass dies nicht in allzu ferner Zukunft liegt. Die sprichwörtliche dicke Frau muss also woanders singen. Bei den Renditen ist der letzte Akt noch nicht zur Aufführung gekommen.

Autoren >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁴ Dem interessierten Leser empfehlen wir wärmstens Martin Fords kürzlich erschienene Publikation *Aufstieg der Roboter: Wie unsere Arbeitswelt gerade auf den Kopf gestellt wird – und wie wir darauf reagieren müssen*.

Makroökonomischer Ausblick >>

Säkulare Stagnation oder der US-Dollar

Wir haben die Daten genutzt, um zu testen, was hinter der These der *säkularen Stagnation*⁵ steckt. Letztlich kamen wir zu dem Schluss, dass das geringe Wachstum und die niedrige Inflation tatsächlich eher etwas mit der Stärke des US-Dollars zu tun haben. Die erneute Aufwertung des US-Dollar seit der Wahl von Donald Trump gibt Anlass zur Besorgnis, denn sie bedeutet für die nächste Zeit niedrigere globale Preise und damit eine niedrigere Inflation.

Die Weltwirtschaft der 1980er und frühen 1990er Jahre lässt sich mit der heutigen nicht vergleichen. In den letzten 30 Jahren hat sie einen tief greifenden Wandel durchgemacht. Würden wir eine grobe Trennung vornehmen, wäre das letzte Jahrtausend von den Industrieländern beherrscht worden. Im neuen Jahrtausend geben hingegen die Schwellenländer den Ton an.

In den 1980er Jahren stammte fast die Hälfte des weltweiten BIP-Wachstums aus den USA und der Region, die heute die Eurozone darstellt. Den Prognosen des IWF zufolge wird 2016 das Jahr sein, in dem diese beiden Wirtschaften weniger als ein Viertel des globalen Wachstums ausmachen und nach 2020 dürfte auf sie weniger als ein Fünftel entfallen. Für Nostalgiker stand in den letzten 15 Jahren der relative Niedergang der alten Wirtschaften im Mittelpunkt, doch es war auch eine Zeit der fantastischen Expansion. Das kombinierte BIP der USA und der Eurozone stieg in den Achtzigern um weit weniger als eine Billion USD pro Jahr. Demgegenüber steht eine Zahl von derzeit weit über einer Billion USD in dem sogenannten Umfeld mit geringem Wachstum, das oft mit dem Begriff der säkularen Stagnation in Zusammenhang gebracht wird (Grafik 6).

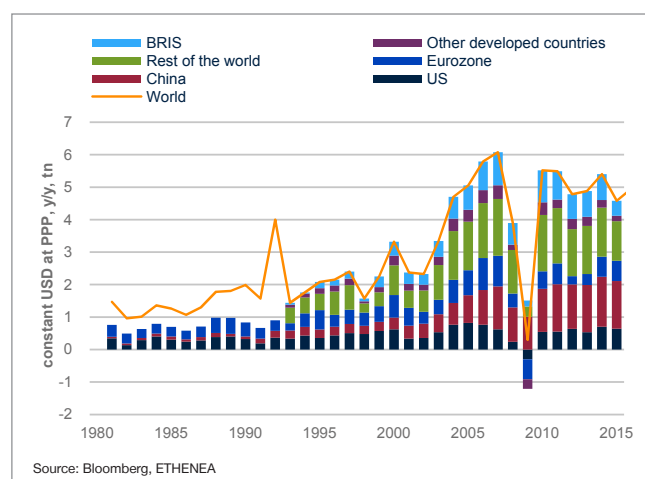
Wo ist die säkulare Stagnation? – so lautet effektiv die Frage, die wir uns selbst stellen müssen. In Grafik 6 wird das globale

BIP-Wachstum, gemessen in konstantem US-Dollar und bei Kaufkraftparität (KKP)⁶, auf die Regionen aufgliedert. Dieser Kennzahl gemäß herrschte in letzter Zeit robustes und

» Wo ist die säkulare Stagnation? «

erhöhtes Wachstum. Noch bemerkenswerter ist die Tatsache, dass die globale Finanzkrise und die anschließende große Rezession keine dauerhaften Auswirkungen auf das Wachstum hatten. Den jüngsten verfügbaren Daten zufolge stieg 2015 das BIP in etwa um stolze 4,5 Billionen USD. Sollte sich das Wachstum bis zum Ende des Jahrzehnts mit diesem Tempo fortsetzen, würde das BIP in diesem Jahrzehnt mehr als in jedem anderen Jahrzehnt in der gesamten Menschheitsgeschichte zulegen.

Auch wenn säkulare Stagnation in den BIP-Daten eindeutig nicht zu beobachten ist, ist sie in den BIP-Daten eindeutig zu beobachten. Wenn dies zunächst keinen Sinn zu ergeben

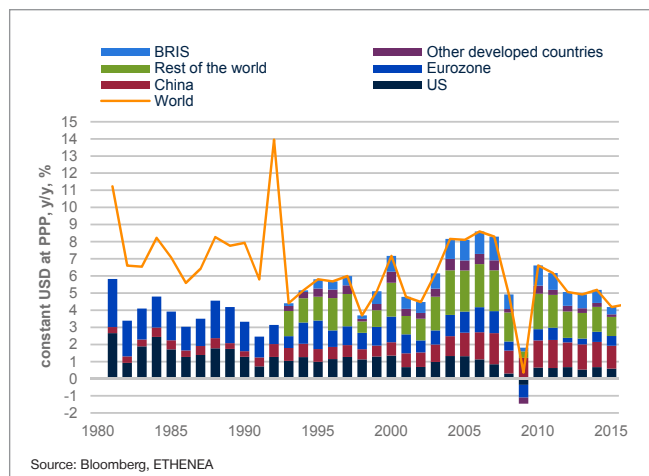


Grafik 6: Keine säkulare Stagnation

⁵ Hypothese, nach der das kapitalistische Wirtschaftssystem langfristig in einen stationären Zustand, d.h. einen Zustand ohne wirtschaftliches Wachstum, übergeht. Die säkulare Stagnation entsteht bei relativ hohem Pro-Kopf-Einkommen, bei dem infolge zu hoher durchschnittlicher Sparquote das geplante Sparen die geplante Investition übersteigt. Dadurch wird ein langfristiger Kontraktionsprozess ausgelöst, der erst zum Stillstand kommt, wenn geplantes Sparen und geplante Investition wieder einander angeglichen sind.

Nach: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/saekulare-stagnation.html>

⁶ Konstanter US-Dollar bei KKP ist eine abstrakte Recheneinheit, die Wirtschaftswissenschaftler benutzen, um Sachverhalte vergleichbar darzustellen. Das Ziel ist hierbei, die produzierte Menge in einer Einheit zu schätzen, die über die Zeit konstant und über Regionen hinweg vergleichbar ist. Beispiele hierfür sind etwa ein Kilogramm, ein Meter und eine Stunde. Es wäre ideal, wenn man Bankdienstleistungen und -beratung in Kilogramm, Meter oder Stunde umrechnen könnte. Konstanter US-Dollar bei KKP ist ein Versuch, die Weltwirtschaft in einer Einheit messbar zu machen, mit der wir in Mengen denken können, ohne dass Preisinflation und Wechselkursbewegungen Verzerrungen bewirken.



Grafik 7: Säkulare Stagnation

scheint, sollte der Leser die BIP-Statistik besser zweimal anschauen. In Grafik 7 wird das globale BIP-Wachstum, wieder gemessen in konstantem US-Dollar bei KKP, wie in Grafik 6 aufgegliedert. Doch hier gibt es einen kleinen Unterschied, der zu großen Veränderungen führt: Wird in Grafik 6 das Wachstum in US-Dollar gemessen, so wird es in Grafik 7 in Prozent angegeben. Nach dieser etwas anderen Messgröße, die bei Weitem das am häufigsten verwendete Wachstumsmaß darstellt, zeigt das globale BIP-Wachstum tatsächlich Anzeichen von säkularer Stagnation. In den Jahren vor der globalen Finanzkrise legte das weltweite Wachstum zu und erreichte im Jahr 2006 mit 8 % einen Höhepunkt. Nach der Krise schwächte es sich rasch auf 4 % im Jahr 2015 ab.

Angesichts der Tatsache, dass säkulare Stagnation je nach herangezogener Einheit existiert oder nicht, finden wir diese Theorie nicht sehr überzeugend. Nehmen wir ein Beispiel: Wenn Ihr Lohn vor zehn Jahren bei 100 lag und sich jedes Jahr um zehn erhöhte, würden Sie heute doppelt so viel verdienen wie vor zehn Jahren. Doch durch die zusätzlichen zehn würde Ihr Lohn heute um lediglich 5 % steigen, während dies vor zehn Jahren eine Steigerung um 10 % bedeutete. Stellen Sie sich vor, es gäbe keine Inflation. Um wie viel wird Ihre Kaufkraft im nächsten Jahr zunehmen? Um zehn, wie in jedem anderen Jahr oder nur um 5 % im Gegensatz zu 10 % wie vor zehn Jahren? Auf diese Weise betrachtet, könnte säkulare Stagnation mehr mit Psychologie und Soziologie als mit Ökonomie zu tun haben.

Nach unserer Auffassung ist das BIP nach der globalen Finanzkrise robust gewachsen und zeigt keine offensichtlichen Anzeichen einer Verlangsamung. In den drei wichtigsten

Wirtschaftsregionen, nämlich den USA, der Eurozone und China, legte das Wachstum eine überraschende Widerstandsfähigkeit an den Tag. Mit Ausnahme von 2012 und 2013 in der Eurozone, als die Eurokrise akut war, blieb das Wachstum ziemlich stabil.

Ganz gleich, ob Sie nun glauben, das Glas sei halb leer oder halb voll – es herrscht die verbreitete Meinung, dass die Wirtschaft heute nicht so schnell wächst wie in den letzten

„Es hält sich die Wahrnehmung, dass die Dinge nicht mehr so sind wie früher.“

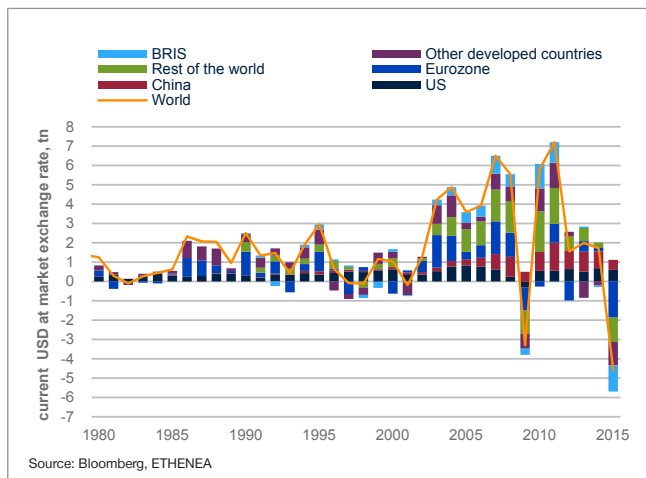
Jahrzehnten. Obwohl die Zentralbanken und Regierungen großer Volkswirtschaften innovative und massive politische Förderprogramme einführten, sind die Löhne nicht so stark gestiegen und die Renditen sind auf historische Tiefstände gefallen. Es hält sich die Wahrnehmung, dass die Dinge nicht mehr so sind wie früher.

Unserer Einschätzung nach steht der Faktor, der die Welt heute weniger glanzvoll als früher macht, in Zusammenhang mit der Stärke des US-Dollars. Der US-Dollar ist die führende Währungseinheit in der Welt. Er ist die Einheit, in der Dinge in der Wirtschaft weltweit gezählt werden, um sie vergleichbar zu machen. Er ist die Währung, in welcher der globale Handel (verarbeitete Produkte und Rohstoffe) gepreist ist und die weltweit akzeptierte Währung, die Sie beim Reisen in exotische Länder mit sich führen.

Das BIP-Wachstum, gemessen in US-Dollar zu laufenden Marktwchselkursen⁷, ist eine Kennzahl für die globale Konjunktur, die dem Geist einer vom Kapitalismus beherrschten Marktwirtschaft entspricht. Stellen Sie sich vor, Sie sind CEO der Welt AG, eines Unternehmens, welches egal was und für egal wen egal wo auf der Welt produziert, und Sie präsentieren Ihren Aktionären das Jahresergebnis. Sie würden sicherlich nicht viele Worte darüber verlieren, wie viel die Welt AG produziert hat, sondern sich mehr darauf konzentrieren, wie profitabel sie ist. Das Wachstum in konstantem USD bei KKP misst die produzierte Menge, wohingegen das Wachstum in USD zu laufenden Marktwchselkursen den Mehrwert, also die Profitabilität der Welt AG, misst.

Da die Welt AG überall auf der Welt Aktionäre hat, stellt sie ihre Ergebnisrechnung in US-Dollar auf. Die Ergebnisse

⁷ Mehr über dieses Thema erfahren Sie in unserem Marktkommentar von [September 2015](#).



Grafik 8: Rückläufige Profitabilität

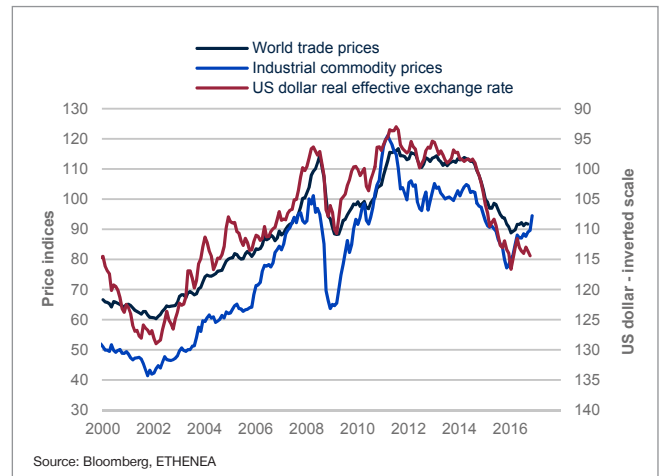
für 2015 waren dramatisch, die schlechtesten in der gesamten Firmengeschichte.

Der Gewinn ging im Vergleich zum Vorjahr um mehr als 4,5 Billionen USD zurück und brach damit sogar noch stärker ein als während der globalen Finanzkrise (Grafik 8). Im Zeitraum von 2012 bis 2014 stieg die Profitabilität um lediglich zwei Billionen USD pro Jahr, die Produktion hingegen wuchs stetig (Grafik 9).

» Der Ausgang der jüngsten US-Wahl hat gezeigt, dass weiße Männer ohne höhere Schulbildung Donald Trump massiv unterstützen und damit ihre Unzufriedenheit zum Ausdruck brachten. «

Die Margen stehen enorm unter Druck. Die Kapitalkosten sind bereits niedrig, die Löhne wurden in den letzten Jahren nicht nennenswert erhöht und bei den Mitarbeitern wächst der Unmut, weil sich ihr Lebensstandard nicht verbessert. Der Ausgang der jüngsten US-Wahl hat gezeigt, dass weiße Männer ohne höhere Schulbildung Donald Trump massiv unterstützten und damit ihre Unzufriedenheit zum Ausdruck brachten.

In Anbetracht der niedrigen Inflation können die Kosten nicht weiter gedrückt werden, die Preise können aber auch nicht



Grafik 9: Ein starker US-Dollar ist deflationär

steigen. Mit anderen Worten: Der Druck auf die Margen hält an. Darüber hinaus hat der starke US-Dollar zur Folge, dass die Fabriken und Geschäfte der Welt AG außerhalb der USA nach der Konsolidierung in der jährlichen Ergebnisrechnung in US-Dollar eine geringe Profitabilität aufweisen.

Warum die Inflation nach der Finanzkrise nicht wieder angestiegen ist, ist eine schwierige Frage, auf die alle Zentralbanken eine Antwort suchen. Wir haben zwar auch nicht die Antwort, stellen jedoch fest, dass die globalen Preise (Produktions- und Rohstoffpreise) den Zyklus des US-Dollars nachahmen (in Grafik 9 hat der US-Dollar-Index eine invertierte Skala; das heißt, dass eine Aufwertung durch die fallende rote Linie dargestellt wird).

Für uns bedeutet dies, dass die Inflation nicht zurückkommt, solange der US-Dollar stark bleibt oder noch stärker wird. Ein starker Dollar ist ein Hindernis für die globale Reflation, er wirkt kontraproduktiv. Der *Trumpismus* – hierunter verstehen wir die absolute Schizophrenie von Marktteilnehmern, die über Nacht aufgrund von geringfügigen Änderungen an der Rhetorik vom Pessimismus gegenüber einem Präsidentschaftskandidaten auf Optimismus gegenüber einem designierten Präsidenten umschwenken – ist in vielerlei Hinsicht gefährlich. Was uns aber in diesem Ausblick Sorge bereitet, ist, dass dieser Sinneswandel zu einem stärkeren US-Dollar führt, also genau zum Gegenteil von dem, was für eine Reflation der Weltwirtschaft vonnöten ist. Deswegen teilen wir den neu gefundenen Optimismus der Marktteilnehmer nicht.

Autor >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

Positionierung der Ethna Funds >>



Ethna-DEFENSIV

Der Zinsanstieg von Oktober hat sich im Folgemonat, vor allem im Anschluss an die Wahlen in den USA, beschleunigt. So standen die 10-jährigen Zinsen in den USA Ende November um 0,55 % höher als zu Beginn des Monats. In Europa stiegen die Zinsen ebenfalls, jedoch um weniger Prozentpunkte als in den USA, da hier weiterhin eine Verlängerung des QE-Programms zu erwarten ist. Der Zinsanstieg ist primär auf ein Anziehen der Inflationserwartungen zurückzuführen. Während das Einsetzen eines Basiseffekts durch den tiefen Ölpreis und die anhaltend guten Wirtschaftszahlen die höheren Erwartungen weiter unterstützen, ist der sprunghafte Anstieg infolge der US-Wahlen fundamental nicht zu erklären. Es wurden zwar höhere Staatsausgaben und tiefere Steuern angekündigt, die tatsächliche Umsetzung dieser politischen Maßnahmen sowie ihre Effekte sind, je nach Ansicht, aber noch Monate oder sogar Jahre entfernt. Der primäre Treiber ist hier also die Hoffnung auf das plötzliche Ende der säkularen Stagnation.

Wir sehen die Entwicklung auf der Zinsseite als tendenziell überzogen und nicht nachhaltig. Daher blieb das Anleihenportfolio auf Monatsfrist nahezu unverändert. Im Monatsverlauf wurde die Duration jedoch zwischenzeitlich durch Hedges maßgeblich reduziert, um die Zinssensitivität im Umfeld der Wahlen zu verringern und negative Effekte abzufangen. Die Investmentquote und die hohe Bonität der Emittenten mit einem Rating zwischen A- bis BBB+, welche weiterhin ein attraktives Risiko-Rendite-Profil aufweisen, wurden indes stabil gehalten. Nach der positiven Reaktion der US-Aktienmärkte in Folge der Wahlen schlossen wir gegen Monatsende unsere Optionen und Futures auf den S&P, um Gewinne mitzunehmen. Das europäische Exposure in Form von DAX-Futures verbleibt im Portfolio, da diese vom schwächeren Euro profitieren sollten.

Auf der Währungsseite wurde unser Fremdwährungsexposure weiter reduziert. Das verbleibende US-Dollar-Exposure wurde nach der erneuten Erstarung der Währungen komplett geschlossen, da ein Zinsschritt der Fed im Dezember sowie höhere Inflationserwartungen voll eingepreist sind.

Die positive Marktreaktion nach dem Wahlausgang in den USA, der zuvor von Marktkommentatoren allseits als *unerwünscht* betrachtet wurde, hat uns überrascht. Somit steigen wir vorerst nicht in die Risk-on-Rally ein. Die plötzlichen

Hoffnungen in einen Präsidenten Trump scheinen in der kurzen Frist zu hoch und da weiterhin kurzfristig negative Effekte eines starken Dollars auf die globale Inflation und die Schwellenländer sowie politische Risiken in Europa bestanden, behalten wir unsere grundsätzlich vorsichtige und abwartende Haltung bei.

Ethna-AKTIV

Das wichtigste Ereignis im November war eindeutig die Wahl von Donald Trump zum nächsten US-Präsidenten sowie der darauffolgende Anstieg der Renditen aufgrund höherer Inflationserwartungen. Die Reaktion wirkte sich auch auf andere Märkte aus und führte zu weltweit steigenden Renditen sowie zu einer Erstarung des US-Dollars, insbesondere gegenüber den Schwellenländerwährungen. Der aktuelle Fed Funds Future zeigt, dass die Märkte eine Zinserhöhung durch die Fed im Dezember vollständig einpreisen. In diesem Umfeld mit einem weiterhin starken Arbeitsmarkt und höheren Inflationserwartungen gibt es wenig Zweifel daran, dass die Fed die Zinsen bei der nächsten FOMC-Sitzung erhöhen wird. Der Renditeanstieg hat auch das Problem der Knappheit an Bundesanleihen für die EZB entschärft und wir gehen davon aus, dass Mario Draghi eine Verlängerung des Wertpapier-Ankaufprogramms um weitere sechs Monate ankündigen wird.

Angeichts der bedeutenden Ereignisse im letzten Monat gab es wesentliche Anpassungen des Portfolios des Ethna-AKTIV. Während der steigenden Unsicherheit vor den US-Wahlen wurde das Aktienportfolio deutlich reduziert. Dies geschah durch eine Verringerung des Bruttoexposures statt über Futures, um auch das Basisrisiko des Fonds zu senken. Der Großteil der Erlöse daraus wird in Cash gehalten. Das Anleihenportfolio, mit einem durchschnittlichen Rating von BBB+ bis BBB, wurde leicht aufgestockt. Die Modified Duration wurde dabei leicht erhöht, da wir der Auffassung sind, dass die auf Reflationshoffnungen basierende jüngste Bewegung bei den Renditen übertrieben ist. Wenngleich wir anerkennen, dass die von Donald Trump vorgeschlagenen Maßnahmen die Inflation ankurbeln könnten, liegen deren Umsetzung sowie sich hieraus ergebende Auswirkungen auf die Wirtschaft unserer Meinung nach in ferner Zukunft. Mittelfristig wirken ein stärkerer Dollar und höhere Renditen indes deflationär. Da sich die US-Wirtschaft durch den stärkeren Dollar und höhere Renditen selbst bremst, haben wir unser US-Dollar-Exposure weiter reduziert und auf dem Höhepunkt des Zyklus Gewinne

mitgenommen. Ferner wurde das Fremdwährungsengagement insgesamt verringert und lediglich die Position im Schweizer Franken aufgestockt. Wir sind vorsichtig hinsichtlich der plötzlich positiveren Stimmung, mit der die Märkte auf die Wahl von Donald Trump reagierten. Da der fundamentale Zustand der Wirtschaft unverändert blieb und über vieles nur spekuliert werden kann, ist der Ethna-AKTIV insgesamt relativ defensiv positioniert.

Ethna-DYNAMISCH

Im Verlauf des Monats beließen wir im Ethna-DYNAMISCH die Bruttoinvestitionsquote auf der Aktienseite unverändert bei rund 65 %. Zum Ende des Monats haben wir nach der guten Entwicklung der amerikanischen Märkte unser dortiges Exposure durch Future-Hedges reduziert, sodass sich inklusive der obligatorischen Put-Optionen zum Monatsende eine Nettoinvestitionsquote von rund 45 % ergab. In der regionalen Aufstellung gab es praktisch keine Veränderungen. Europa bleibt mit rund 29 % das größte Gewicht, gefolgt von Nordamerika mit 24 % und Asien mit rund 12 %. Auch auf Sektorebene ergaben sich nur geringfügige Verschiebungen. So nutzen wir den kurzfristig positiven Effekt der US-Wahl, um unser Pharma-Exposure durch den Verkauf von Sanofi nochmals zu reduzieren. Ebenso haben wir die positive Entwicklung in den US-Märkten genutzt, um uns von AT&T zu trennen. Wir behalten unsere positive Grunddisposition

zur Telekomindustrie bei, doch die M&A-Ambitionen des Konzerns missfallen uns sehr. Dagegen haben wir stark negative Kursreaktionen genutzt, um neue Positionen aufzubauen, z.B. bei dem amerikanischen Nahrungsmittelkonzern Tyson Foods oder dem deutschen Immobilienwert LEG. Das durchschnittliche KGV auf Fondsebene beträgt nun 12,4x, die Dividendenrendite beträgt 3,2 %.

Auf der Rentenseite haben wir unsere Position in amerikanischen Hochzinsanleihen wieder deutlich auf rund 10 % reduziert. Zugleich haben wir den außergewöhnlichen starken Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen genutzt, um uns dort erneut zu engagieren. Ab einem Renditeniveau von rund 3 % haben wir zum Monatsausklang täglich unsere Position in 30-jährigen Treasuries auf nunmehr etwas über 5 % ausgebaut. Sollten die Renditen weiter steigen, werden wir hier weiter zukaufen. Aktuell sind unsere 15 % Rentenpapiere im Portfolio mit 6,1 % verzinst und weisen nun eine deutlich verlängerte Modified Duration von ca. 9,5 auf.

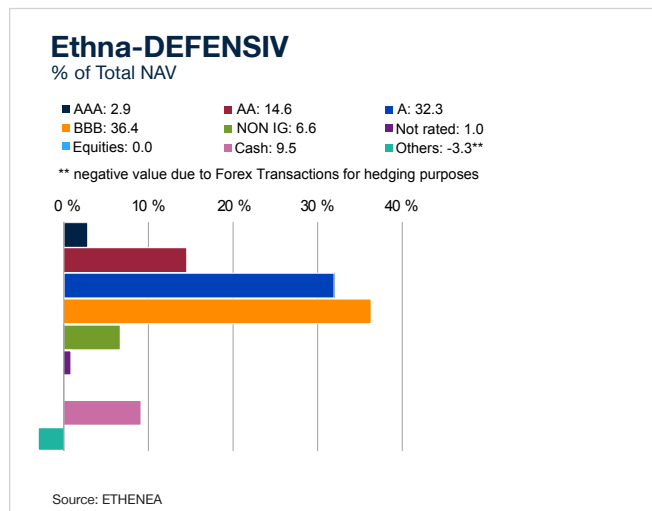
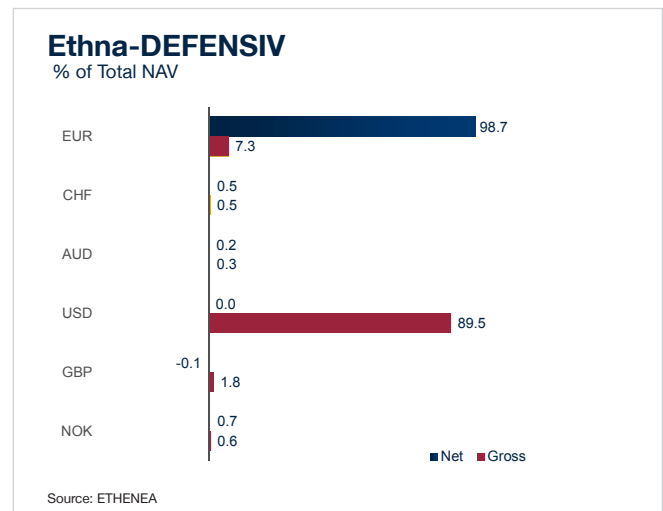
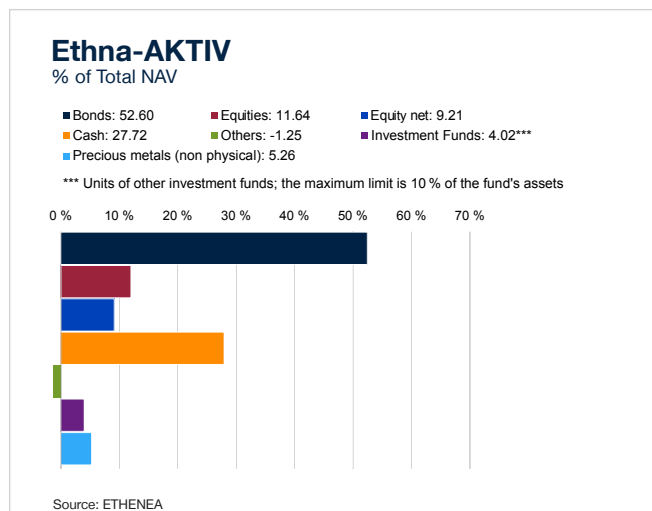
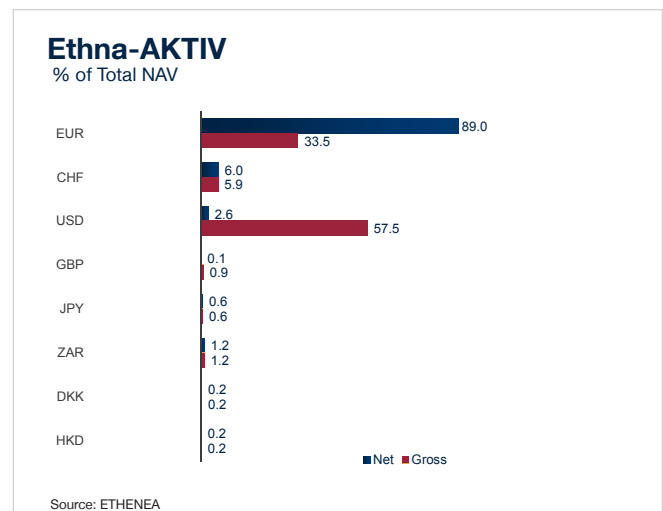
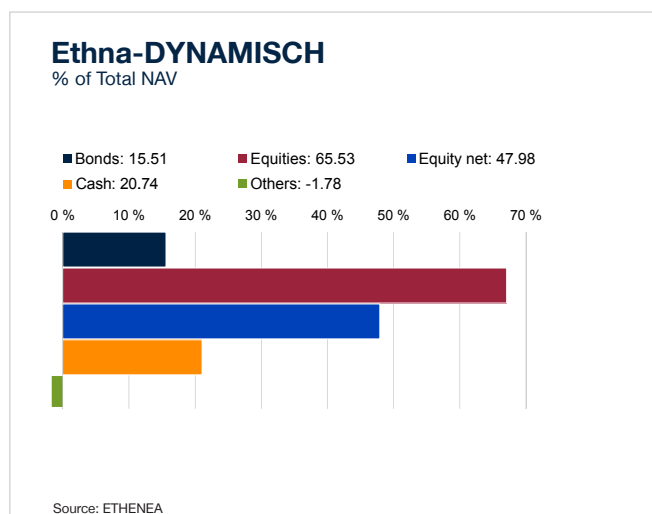
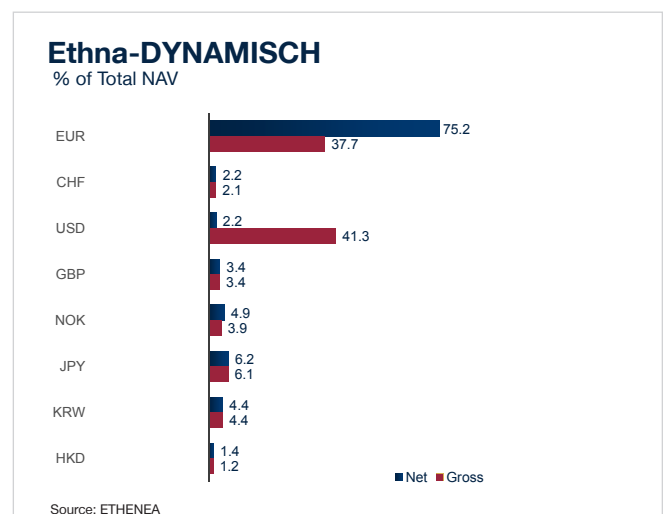
Der Kassebestand stieg durch den Saldo der oben beschriebenen Transaktionen auf rund 20 %. Zum Monatsende haben wir in Erwartung steigender Ölpreise kurz vor dem OPEC-Meeting einen Teil der Kasseposition erneut in die Norwegische Krone getauscht (ca. 5 %). Ansonsten blieb das Fremdwährungsexposure im Vergleich zum Vormonat weitestgehend unverändert.



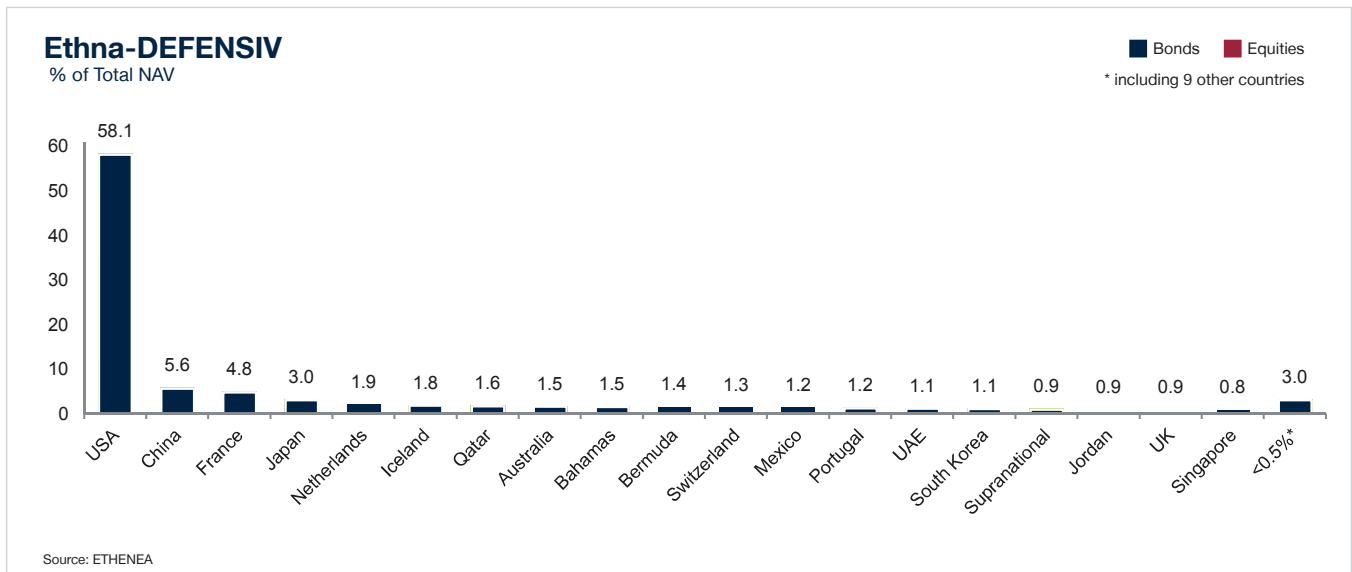
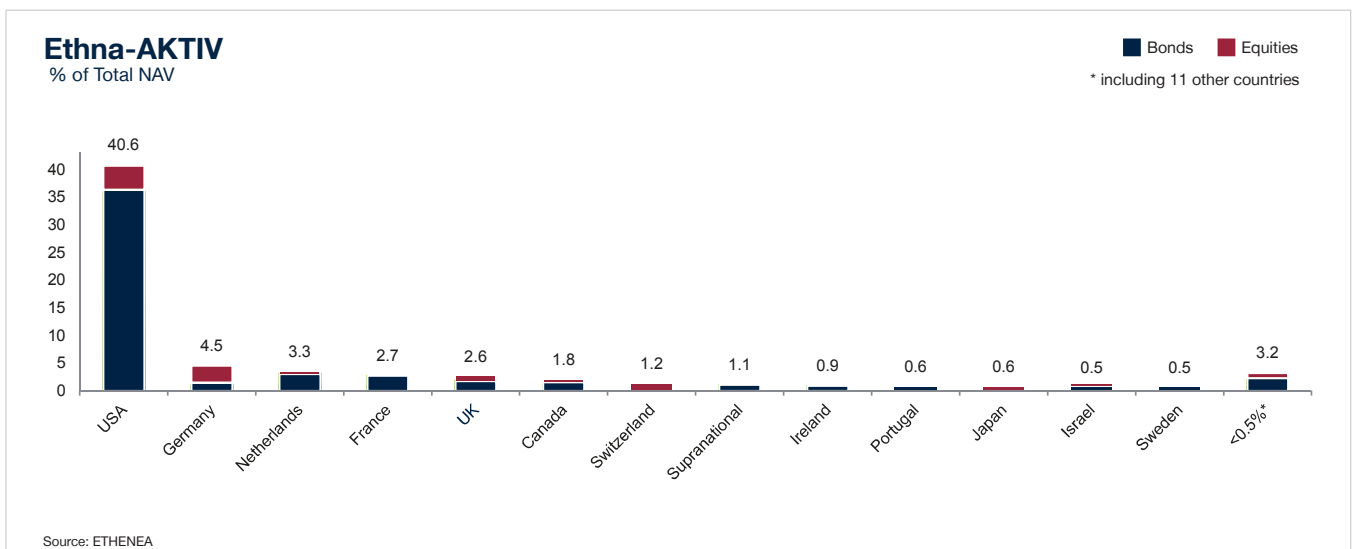
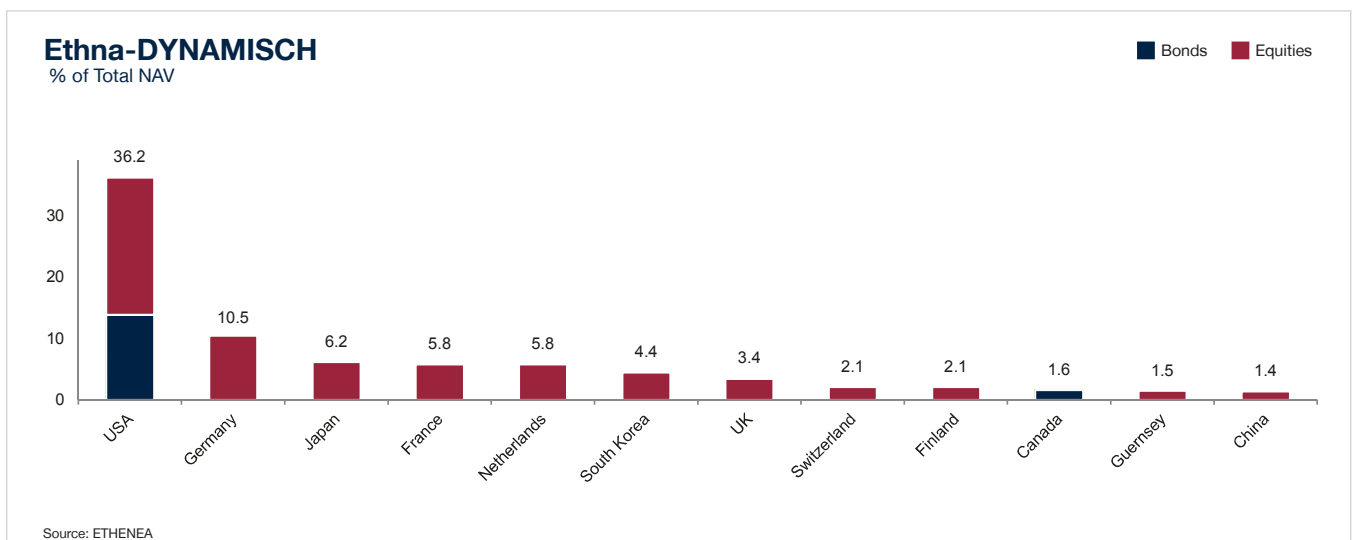
Autoren >>

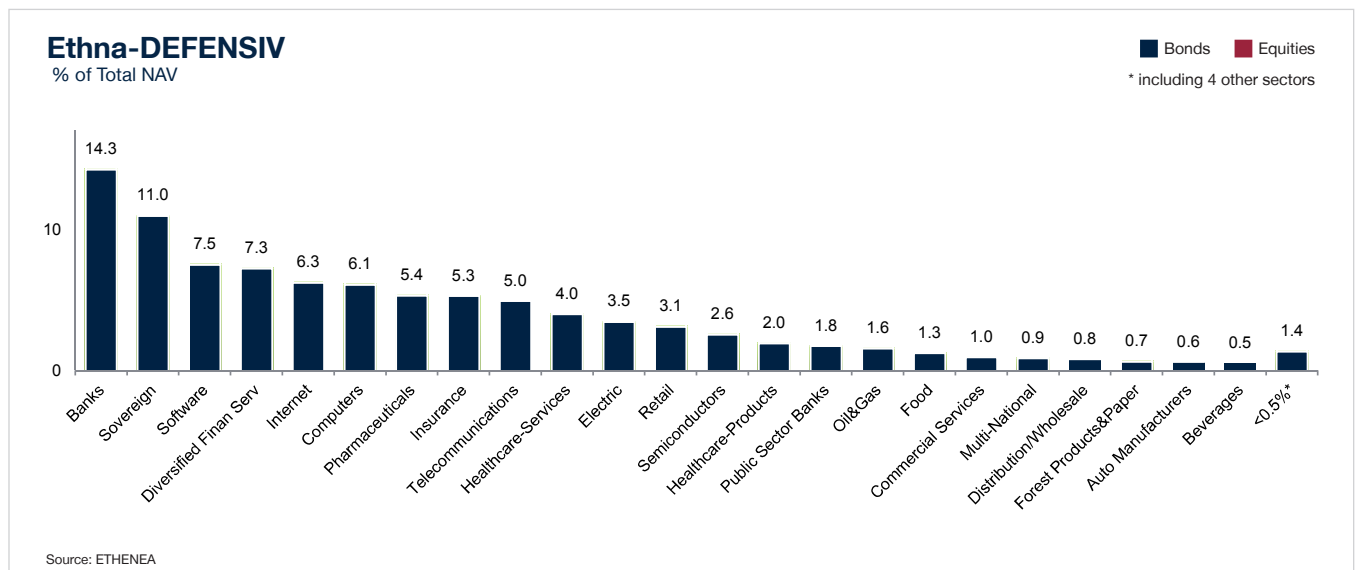
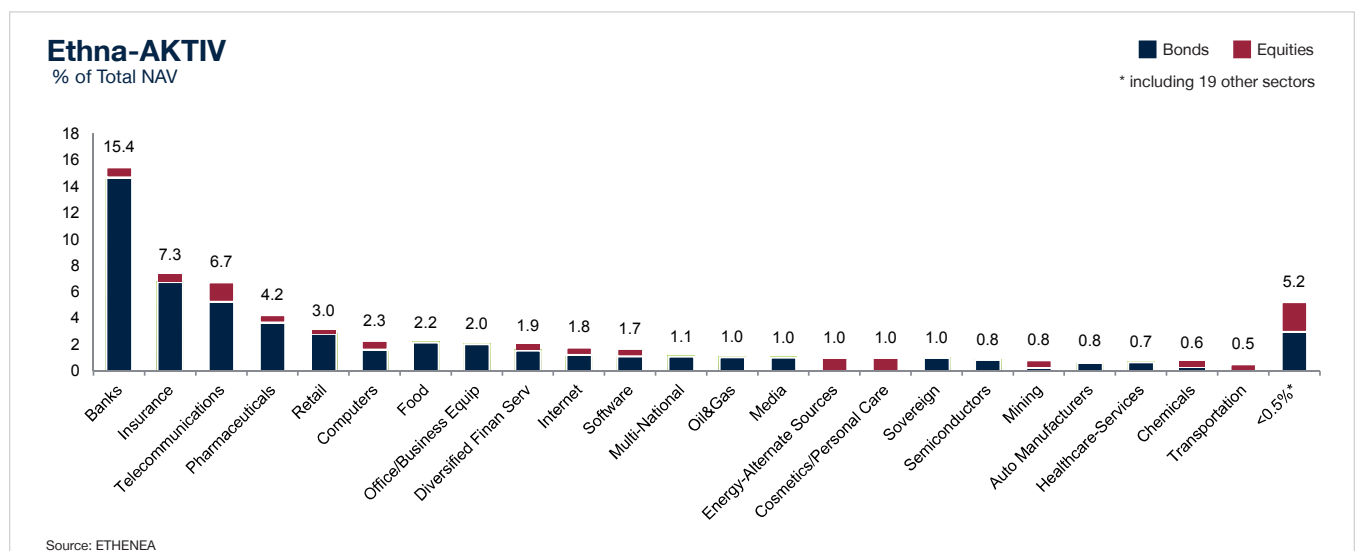
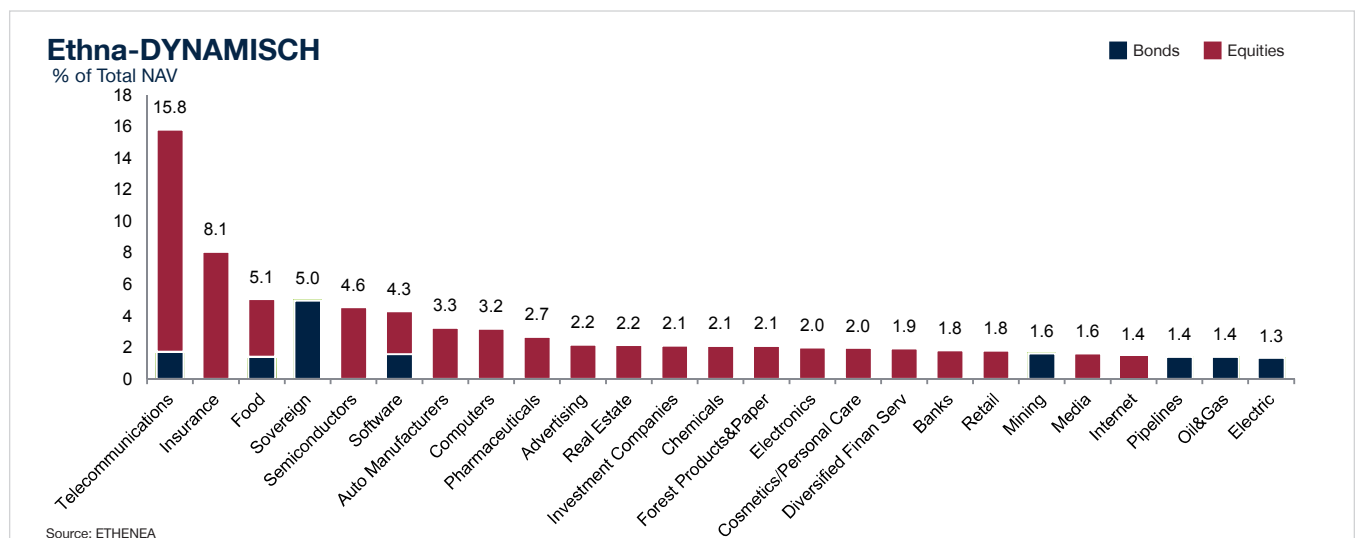
Portfolio Management

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

Grafik 10: Ratingaufstellung Portfolio des **Ethna-DEFENSIV***Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DEFENSIV** nach Währungen*Grafik 11: Portfoliostruktur⁸ des **Ethna-AKTIV***Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV** nach Währungen*Grafik 12: Portfoliostruktur⁸ des **Ethna-DYNAMISCH***Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DYNAMISCH** nach Währungen*

⁸ Unter der Position „Liquidität“ (Cash) sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Die Position „Aktien Netto“ (Equity net) beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.

Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DEFENSIV** nach Herkunft*Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV** nach Herkunft*Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DYNAMISCH** nach Herkunft*

Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DEFENSIV** nach Emittenten-Branche*Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV** nach Emittenten-Branche*Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DYNAMISCH** nach Emittenten-Branche*

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



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Herausgeber >>

Das Portfolio Management Team und der Head of Research



Sitzend (v.l.n.r.): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnoldo 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 >>



LIPPER
FUND AWARDS 2015 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, 30.11.2016.