



MARKTKOMMENTAR



Druckverlust

2017 ist Wahlkampfzeit in Europa und populistische Parteien machen überall von sich reden. In den USA wiederum geht es darum, was folgt, wenn die Wahlkampfrhetorik vorbei ist. Ist es also eine Frage der Zeit, bis es zu einem Druckverlust an den Börsen kommt und sich die Marktteilnehmer wieder auf die Fakten besinnen...

Inhalt >>

Ausgabe vom 28.2.2017

- >> [Druckverlust](#)
- >> [Makroökonomischer Ausblick](#)
- >> [Positionierung der Ethna Funds](#)





Druckverlust

2017 ist Wahlkampfzeit in Europa und populistische Parteien machen überall von sich reden. In den USA wiederum geht es darum, was folgt, wenn die Wahlkampfrhetorik vorbei ist. Ist es also eine Frage der Zeit, bis es zu einem Druckverlust an den Börsen kommt und sich die Marktteilnehmer wieder auf die Fakten besinnen...

Wieder einmal beginnen wir einen Marktkommentar mit Bezug auf Donald Trump – und das sicherlich nicht zum letzten Mal. Aber der Unterhaltungswert des US-amerikanischen Präsidenten übersteigt seinen Informationsgehalt bei Weitem. Bisher haben wir nur *viel Lärm um nichts gehört*, oder, wie mein Kollege Simon Oeser so treffend nach Trumps Rede vor dem Kongress formulierte: „make America wait again“. Von Seiten der US-Administration werden vollmundig Ankündi-

» Der Hype um die *Trumpflation* scheint bisher nur genau das zu sein, nämlich ein Hype. «

gungen gemacht, auf die bisher nicht viel Substanz gefolgt ist. Bis zum Zeitpunkt des Verfassens dieser Zeilen wurde weder die *historische Steuerreform*¹ noch eine Neufassung von Obamas Gesundheitsreform auch nur im Ansatz veröffentlicht. Der Hype um die *Trumpflation* scheint bisher nur genau das zu sein, nämlich ein Hype. Eigentlich sollte uns das Ganze als Europäer nicht so stark betreffen, sondern eher die amerikanischen Wähler, die Donald Trump auf den Leim gegangen

sind. Wenn sich jedoch der Kapitalmarkt auch auf die *Fakten* besinnt, statt einer, bisher zumindest, fiktiven *Idee* hinterher zu laufen, dann erhält dies sehr wohl große Bedeutung für uns diesseits des Atlantiks.

Wir erinnern uns, wie der Markt vor der Wahl reagierte, wenn Trump in Umfragen vor Clinton lag: Die Aktienmärkte gaben nach und die Bondrenditen fielen. Exakt so fielen ja auch die Marktreaktionen am Morgen des 9. November 2016 aus, als bekannt wurde, dass Trump der 45. Präsident der Vereinigten Staaten werden würde. Die US-Aktien waren *limit down*, die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen fiel von 1,85 % auf 1,72 %. Allerdings hielt dies nur vier Stunden an. Nach Trumps Antrittsrede um 8 Uhr europäischer Zeit begann der Markt sich auf die positiven Aspekte eines Präsidenten Trump zu besinnen. Als ob nach und nach immer mehr Marktteilnehmer auf den Zug aufspringen würden, drehten die Aktien- und Rentenmärkte in die jeweils entgegengesetzten Richtungen. Man fokussierte sich plötzlich auf die angekündigten Infrastrukturmaßnahmen und die angedachte Rücknahme der Bankenregulierungen. Es war von *Animal Spirits*² die Rede,

¹ Quelle: <http://www.cnbc.com/2017/03/01/trumps-ambitious-tax-reforms-are-unlikely-to-be-implemented-by-september-pwc-chairman.html>

² Mit *Animal Spirits* „werden irrationale Elemente im Wirtschaftsgeschehen, wie unreflektierte Instinkte, Emotionen und Herdenverhalten bezeichnet, welche nach Auffassung von Keynesianern zu konjunkturellen Schwankungen und unfreiwilliger Arbeitslosigkeit führen können. Die Bezeichnung wurde von John Maynard Keynes in *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes* von 1936 verwendet.“ Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/Animal_Spirits

die erweckt würden. Aus tiefer Depression wurde höchste Euphorie. Ein solcher Stimmungsumschwung weist bei einem Menschen üblicherweise auf eine tiefe psychische Störung hin. Bei den Märkten sind wir es mittlerweile gewohnt.

Diese Erkenntnis ist insofern relevant, da wir in naher Zukunft möglicherweise eine Ernüchterung des Marktes hinsichtlich der Umsetzung von Donald Trumps Reformen erleben. Wir unterstellen Präsident Trump keinerlei böse Absichten, aber die Vermutung liegt nahe, dass die Realpolitik doch etwas komplexer und schwieriger ist als Wahlkampfretorik. Ein großer Teil der letzten Marktbebewegungen, sowohl bei Aktien wie auch bei Bonds, kann als Vorschusslorbeeren angesehen werden. Wenn hier eine Neubewertung des Marktes stattfindet, könnte es mal wieder sehr schnell gehen. Der Druck, der die Aktien und die Renditen in die Höhe schnellen lässt, könnte sehr schnell wieder verloren gehen. Für uns bedeutet dies: einen Finger über dem Verkaufsknopf für US-Aktien und einen Finger über dem Kaufknopf für USD-Anleihen.

Blicken wir nun nach Europa. Auch hier stehen eine Menge politischer Risiken auf dem Plan. Nicht nur stehen Wahlen in den Niederlanden, Frankreich, Deutschland und wahr-

» Der Druck, der die Aktien und die Renten in die Höhe schnellen lässt, könnte sehr schnell wieder verloren gehen. «

scheinlich noch in Italien an. Obendrein sind da noch die Unsicherheiten bezüglich der Brexit-Umsetzung durch die

Regierung um Theresa May, ein mögliches neues Unabhängigkeitsreferendum in Schottland usw. Im nachfolgenden makroökonomischen Ausblick geht Yves Longchamp auf die verschiedenen Wahlsysteme ein und liefert einen nützlichen Überblick. Man gelangt schnell zu dem Schluss, dass ein großer Teil der Panikmache an den Märkten bezüglich eines möglichen Wahlsiegs von Marine Le Pen übertrieben ist und allem Anschein nach auf einer Unkenntnis des französischen Wahlsystems beruht. Wir hoffen mit unserem Beitrag dazu beizutragen, die gegenwärtigen Diskussionen über Risiken etwas zu versachlichen.

Bezüglich der anstehenden Wahlen erwarten wir keine großen Überraschungen. Weder Holland, Italien oder Frankreich werden den Euro verlassen, noch wird es in diesen drei Ländern zu

» Bezüglich der anstehenden Wahlen erwarten wir keine großen Überraschungen. «

Jahresende populistische Regierungen geben. Allerdings führt die Ungewissheit dazu, dass gerade internationale Investoren sich von Europa etwas fernhalten. Wir halten die aktuellen Preise bei Risiko-Assets, insbesondere bei Aktien in Europa, für attraktiv und haben sie entsprechend signifikant gewichtet. Bei den Rentenmärkten sind wir weiterhin eher zurückhaltend, da wir trotz der Ausweitung der Renditedifferenzen zwischen Frankreich und Italien gegenüber den deutschen Bundesanleihen, die nach den Wahlen wieder auf die bisherigen Niveaus absinken sollten, generell eher steigende Renditen in der Eurozone erwarten.

Autoren >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG



>> Möchten Sie Beiträge von unserem Head of Research sehen?

Besuchen Sie den **Videobereich** unserer Website.
ethenea.com/goto/videos

Makroökonomischer Ausblick >>

Checks and Balances

„Demokratie ist die schlechteste aller Regierungsformen – abgesehen von all den anderen Formen, die von Zeit zu Zeit ausprobiert worden sind“³, und daher beschränkt ein System der gegenseitigen Kontrolle, auch *Checks and Balances* genannt,

» Ein System der gegenseitigen Kontrolle beschränkt die Macht der Exekutive und der Legislative. «

die Macht der Exekutive und der Legislative. In dieser Ausgabe widmen wir uns der Frage, warum Wahlen so wichtig sind. Da der Begriff *politisches Risiko* im Anlegerjargon mittlerweile zu einem Schlüsselwort geworden ist, möchten wir uns genauer ansehen, wie die jeweiligen politischen Systeme in Italien, Frankreich und den USA funktionieren.

Die politischen Systeme dieser drei Länder weisen gewisse Ähnlichkeiten auf. Sie sind allesamt demokratisch und beruhen auf dem Zweikammersystem. Die Macht der Legislative teilen sich jeweils ein Oberhaus (Senat) und ein Unterhaus (Repräsentantenhaus in den USA, Nationalversammlung in Frankreich). Zusammen werden Ober- und Unterhaus entweder als *Kongress* (USA) oder als *Parlament* (Frankreich und Italien) bezeichnet. Der Exekutive steht entweder der Präsident (Frankreich und USA) oder der Ministerpräsident (Italien) vor.

Darüber hinaus bestehen Unterschiede bei der Machtfülle der Exekutive, je nach den aktuellen Mehrheitsverhältnissen, dem Wahlverfahren sowie der relativen Macht der beiden Häuser. Um das Ausmaß der politischen Risiken zu bewerten, die politische Wahlen mit sich bringen, konzentrieren wir uns auf diese drei Elemente.

Vereinigte Staaten

Ungeachtet der Tatsache (einer echten Tatsache), dass Donald Trump zum 45. Präsidenten der Vereinigten Staaten gewählt wurde, ohne landesweit eine Mehrheit unter den Wählern er-

zielt zu haben (ein Zeichen dafür, dass auch gut etablierte Demokratien nicht ganz so demokratisch sind, wie man vielleicht denkt), verfügt er dank der Mehrheit seiner Partei in beiden Parlamentskammern über eine solide Machtbasis. Tatsächlich haben die Republikaner 52 der 100 Sitze im Senat und 241 der 435 Sitze im Repräsentantenhaus. Während bei Weitem nicht alle Republikaner *Trumpisten* sind, ist mit ziemlicher Sicherheit davon auszugehen, dass Trump – im Gegensatz zu seinem Vorgänger – Zustimmung in beiden Häusern finden kann, um all seine Pläne oder wenigstens einen Teil davon umzusetzen.

Darüber hinaus verfügt Präsident Trump über die Macht, Staatssekretäre und Richter des obersten Gerichtshofs zu ernennen und sogar die Nominierung neuer FOMC-Mitglieder der US-Notenbank, die seine Ansichten teilen, zu beeinflussen. Er ist zweifellos ein mächtiger Präsident, und solange ihm die Stimmung auf der Straße wohlgesonnen bleibt, lohnt es sich

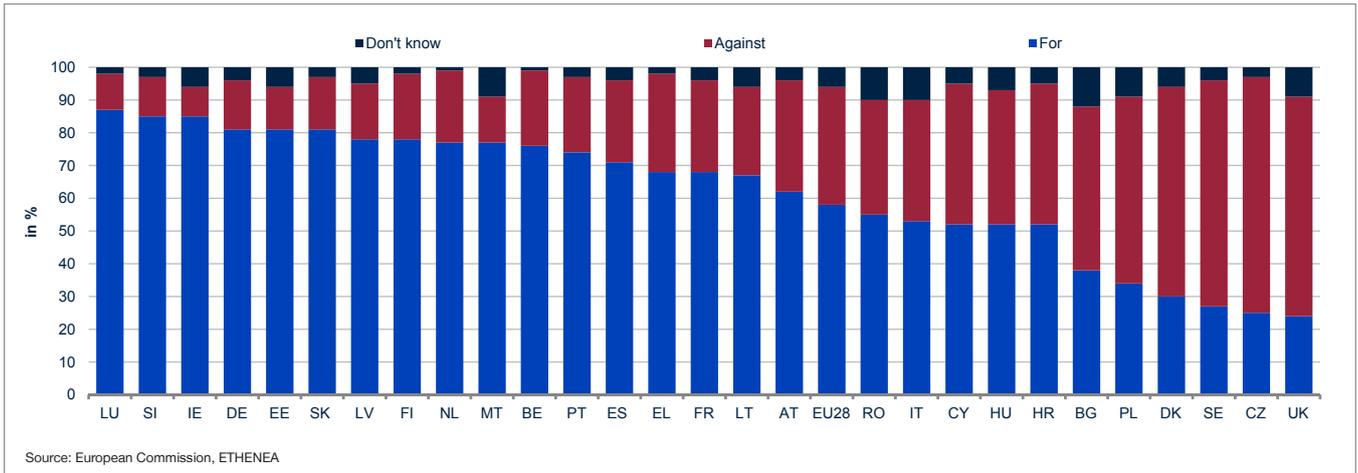
» Trump stellt ein ernst zu nehmendes politisches Risiko dar, und zwar im positiven wie im negativen Sinne. «

ihm auf Twitter zu folgen, ohne dabei jedoch jedes seiner Worte auf die Goldwaage zu legen. Aus dieser Sicht stellt Trump ein ernst zu nehmendes politisches Risiko dar, und zwar im positiven wie im negativen Sinne.

Frankreich

In Frankreich ist derzeit der Wahlkampf für die Präsidentschaftswahl in vollem Gange. Marine Le Pen, Vorsitzende der rechtsextremen Partei Front National, wird es mit ziemlicher Sicherheit durch den ersten Wahlgang am 23. April schaffen. Sie profitiert von einer soliden und stabilen Stammwählergruppe, die stets für sie wählen wird. Ihre Herausforderer sind François Fillon, Kandidat der größten Mitte-rechts-Partei Les Républicains, der in der Gunst der Wähler gesunken ist, der unabhängige Emmanuel Macron mit seiner sozialliberalen Bewegung *En Marche!* sowie der Sozialist Benoît Hamon. Laut aktuellen Meinungsumfragen wird Marine Le Pen im

³ Es wird häufig behauptet, dass diese (oder ähnliche) Worte von Winston Churchill geäußert wurden.



Grafik 1: Was ist Ihre Meinung? Eine europäische Wirtschafts- und Währungsunion mit einer einheitlichen Währung, dem Euro

zweiten Wahlgang auf Emmanuel Macron treffen. Denselben Meinungsumfragen zufolge wird Letzterer wohl der nächste Präsident werden. Dass Marine Le Pen nicht gewählt wird, ist in der Tat relativ wahrscheinlich, da es bei der Wahl zwischen den beiden Finalisten auch um den Verbleib in oder den Austritt aus der Eurozone geht.

Das erste ihrer 144 Versprechen⁴, die Marine Le Pen nach ihrer Wahl zur Präsidentin umzusetzen gedenkt, ist ein Referendum zum *Frexit*. Laut der jüngsten Eurobarometer-Umfrage sind

» Das erste ihrer 144 Versprechen⁴, die Marine Le Pen nach ihrer Wahl zur Präsidentin umzusetzen gedenkt, ist ein Referendum zum *Frexit*. «

aber rund zwei Drittel aller Franzosen für den Euro (Grafik 1). Außerdem hat sich gezeigt, dass Wähler, die nicht für den Front National stimmen, in der zweiten Runde dazu neigen, en bloc für den anderen Kandidaten zu wählen (*Front républicain*).

Stellen wir uns nun aber um des Arguments willen einmal vor, dass Marine Le Pen am Abend des 7. Mai die neue französische Präsidentin wird. Als nächstes würde sich die Frage stellen, wie sich die Mehrheitsverhältnisse in der Nationalversammlung, der mächtigeren der beiden Kammern des Parlaments, gestalten werden. Die Parlamentswahlen, die hierauf die Antwort geben werden, finden am 11. Juni (erster Wahlgang) und am 18. Juni (zweiter Wahlgang) statt. Es sind dieselben Wähler, die die Abgeordneten der Nationalversammlung wählen werden, die den Präsidenten gewählt haben. Damit Marine Le Pen die Macht erhält, um „Frankreich wieder in Ordnung zu bringen“⁵, braucht sie eine Mehrheit in der Nationalversammlung.

Derzeit unterstützen tatsächlich nur zwei (Marion Maréchal-Le Pen und Gilbert Collard)⁶ von 577 Abgeordneten den Front National, obwohl Marine Le Pen bei den Präsidentschaftswahlen 2012 fast 18 % der Stimmen im ersten Wahlgang holte.

Das Wahlverfahren für die Nationalversammlung ähnelt dem der französischen Präsidentschaft sehr stark. Das System ist mehrheits- und nicht verhältnisbasiert. Im ersten Wahlgang versuchen alle Kandidaten, so viele Stimmen wie möglich zu bekommen. Im zweiten Wahlgang reduziert sich die Kandidatenwahl auf diejenigen, die eine Mehrheit erreichen. Solange sich im zweiten Wahlgang ein *Front républicain* formiert, ist es unwahrscheinlich, dass Marine Le Pen Präsidentin wird und der Front National die Mehrheit in der Nationalversammlung bildet. Trotzdem gilt: „le mot impossible n'est pas français“⁷, oder, mit anderen Worten: Sollte Le Pen die Präsidentschaft gewinnen, existiert der *Front républicain* nicht mehr. Die logische Konsequenz daraus wäre, dass die Anzahl der Sitze des Front National in der Nationalversammlung steigen würde. Einigen Schätzungen zufolge könnte die Partei sogar auf 60 Sitze⁸ kommen, also viel mehr als die bisherigen zwei, aber beileibe noch keine Mehrheit. Angenommen, es käme zu dem Extremszenario, indem der Front National 100 Sitze in der Nationalversammlung erhält: Diese große Minderheit könnte dann ein *Référendum d'initiative partagée*⁹ zum *Frexit* in die Wege leiten, wenn sie 20 % der Parlamentsmitglieder von einem solchen Referendum überzeugen kann. Im weiteren Verlauf könnte eine der Kammern mit einer einfachen Mehrheit immer noch ein Veto gegen das Referendum einlegen und damit verhindern, dass es wirklich stattfindet.

Diese komplexen politischen Analysen zeigen unseres Erachtens, dass die Wahlen in Frankreich kein echtes politisches Risiko für die Eurozone darstellen, selbst wenn Le Pen Präsidentin werden sollte. Es ist unwahrscheinlich, dass Frankreich

⁴ Quelle: <https://www.marine2017.fr/wp-content/uploads/2017/02/projet-presidentiel-marine-le-pen.pdf>

⁵ Auf Französisch: „Remettre la France en ordre“, Quelle: <https://www.marine2017.fr/au-nom-du-peuple/>

⁶ Quelle: http://www.assemblee-nationale.fr/14/tribun/xml/liste_rattachement_partis_2017.asp

⁷ Deutsche Übersetzung: „Unmöglich ist kein Wort der französischen Sprache“, Napoléon Bonaparte.

⁸ Quelle: <http://tempsreel.nouvelobs.com/politique/20160622.OBS3143/60-deputes-fn-a-l-assemblee-en-2017.html>

⁹ Ein auf eine gemeinsame Initiative zurückgehendes Referendum ist eine Art von Volksabstimmung in Frankreich, die am 23. Juli 2008 vom Verfassungsgericht ermöglicht wurde.

für das Verlassen der Eurozone stimmen wird. Das bedeutet aber noch lange nicht, dass die Wahl von Marine Le Pen keine

» Die Wahlen in Frankreich stellen kein echtes politisches Risiko für die Eurozone dar. «

Auswirkungen auf die Finanzmärkte, insbesondere auf den Euro und die Renditen französischer Staatsanleihen, hätte.

Italien

In Italien gibt es ebenfalls ein Zweikammersystem, allerdings sind hier die beiden Kammern gleichberechtigt. Das bedeutet, dass sowohl das Ober- als auch das Unterhaus, im Gegensatz zu Frankreich, den gleichen Stellenwert haben. Verglichen mit den USA und Frankreich hat der italienische Präsident (Sergio Mattarella) eine repräsentative Funktion. Dafür ist der Ministerpräsident (Paolo Gentiloni) sozusagen der starke

» Verglichen mit den USA und Frankreich hat der italienische Präsident eine repräsentative Funktion. «

Mann der Exekutive. Um Italien zu regieren und Gesetze zu verabschieden, muss Letzterer aber die Mehrheit in beiden Kammern haben, was in einem Land, in dem die politische Landschaft stark fragmentiert ist, sehr schwierig ist. Für eine Mehrheit bedarf es der Bildung von Koalitionen, die jeweils so stark sind wie der gemeinsame Nenner. Seit 1946, also seit der Gründung der Italienischen Republik, gab es insgesamt 42 Ministerpräsidenten in 17 Legislaturperioden.

Angesichts dieser Tatsache ist es schwierig, in Italien Reformen durchzuführen. Das jüngste Referendum im Dezember vergangenen Jahres von Matteo Renzi zur Verfassungsänderung kostete ihn seinen Posten als Ministerpräsident und ist somit exemplarisch für die endlose Wahlgeschichte des Landes.

Die Italiener sind vom Euro weniger stark überzeugt als die Franzosen. Aktuell sind nur 53 % für den Euro (Grafik 1). Unter den politischen Parteien hegt aber nur die *Lega Nord*

» Die Italiener sind vom Euro weniger stark überzeugt als die Franzosen. «

Autonomiebestrebungen. Da es sich um eine kleine Partei handelt, wird sie wohl kaum dazu in der Lage sein, eine Koalition zu bilden, die in beiden Kammern groß genug wäre, um einen *Itexit* anzuregen.

Auch in Italien ist unseres Erachtens ein *Itexit* im Zuge eines Referendums unwahrscheinlich. Zwar sind in Italien für dieses Jahr keine Wahlen geplant, doch es könnte im Herbst zu vorgezogenen Neuwahlen kommen. Deren Ausgang ist zwar ungewiss, allerdings ist eine anti-europäisch eingestellte Regierung kaum wahrscheinlich.

Fazit

Donald Trump ist ein mächtiger Präsident, der in der Lage ist, die USA zu reformieren. Daher stellt er ein echtes politisches Risiko dar. In Frankreich und Italien wiederum werden unserer Meinung nach die politischen Risiken in Zusammenhang mit den Wahlen überbewertet. In Europa ist und bleibt das größte Risiko eine schwache Wirtschaft in Kombination mit der Heterogenität der Mitgliedstaaten, die eine Währung und einen Leitzins gemeinsam haben. Der frühere Anpassungsprozess, der vor der Schaffung des Euro überwiegend in Form von Wechselkursschwankungen stattfand, existiert nicht mehr. Was den Wirtschaftsräumen bleibt, ist eine *interne Abwertung* über Inflationsunterschiede (in einigen Mitgliedsstaaten beinhaltet dies auch Deflation). Infolgedessen ist das größte europäische Risiko in der Wirtschaft und nicht in der Politik zu finden. In der Tat würden eine längere Konjunkturabschwächung oder Rezession erneut die Differenzen in der Produktivität und einer hohen Staatsverschuldung aufzeigen. Bis auf Weiteres bleiben die Wirtschaftsindikatoren in der Eurozone insgesamt jedoch ermutigend und verdrängen etwaige existenzielle Bedrohungen für die Union.

Autor >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

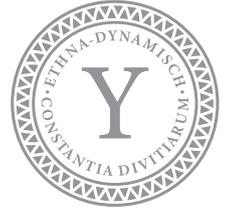


>> Möchten Sie Beiträge von unserem Head of Research sehen?

Besuchen Sie den **Videobereich** unserer Website.

ethenea.com/goto/videos

Positionierung der Ethna Funds >>



Ethna-DEFENSIV

Im Ethna-DEFENSIV haben wir die Investmentquote im Monatsverlauf aktiv gemanagt. Die Aktien, die wir bis knapp unter 6 % hochgeschraubt haben, sind zum Teil, d.h. in den europäischen Märkten ausgestoppt worden. Die Stopps liefen flexibel mit dem Markt nach oben, um noch kleine Profite abzusichern bzw. um größere Verluste zu vermeiden. Mittlerweile steht die Quote wieder bei etwa 2 %. Wir haben die Bestände auch wieder konsequent aufgebaut.

Auf der Anleienseite sehen wir immer noch Value in Neuemissionen von Unternehmensanleihen, auch wenn der direkte Gewinn, den wir dadurch erzielen, nicht mehr so hoch ist wie dies noch letztes Jahr der Fall war. Syndikate (die Sparte der Banken, die sich um Neuemissionen kümmert), bringen die meisten Neuemissionen näher am realen Marktwert, d.h. ohne einen Abschlag wie dies früher der Fall war.

Wir bevorzugen weiterhin USD-denominierte Unternehmensanleihen mit einem Rating zwischen A und BBB und von Unternehmen mit nachhaltigen, starken Cashflows und moderater Verschuldung. So bieten diese Anleihen neben einer attraktiven laufenden Rendite im derzeitigen Umfeld weiteres Kurspotenzial. Gleichzeitig besitzen diese Anleihen ein niedrigeres Zinsrisiko im Vergleich zu Staatsanleihen oder Anleihen aus dem Rating-Segment AA. Gegenwärtig und ohne einen neuen wirtschaftlichen oder politischen Impuls sehen wir die 10-jährige US-Rendite weiterhin in einer Bandbreite zwischen 2,25 % bis 2,75 %. In den letzten vier Wochen hat die 10-jährige US-Rendite von Staatsanleihen zwischen 2,30 % und 2,50 % gehandelt. Wir haben jeweils an diesen Punkten die Duration gewissermaßen antizyklisch reduziert beziehungsweise erhöht. Aktuell steht unsere bereinigte Modified Duration etwas unter 4, brutto weiterhin bei rund 6,5.

Bei australischen Emittenten haben wir Gewinne in unseren USD Perpetual Discos realisiert (Perpetual Discos sind Anleihen ohne feste Laufzeit, deren Rendite mit den kurzfristigen Zinsen steigt. Sie bieten den großen Vorteil, dass sie trotz tiefer Subordination noch im Bereich BBB oder A geratet sind). In manchen Fällen haben wir fast 10 % Profit in zwei Monaten erzielt. In diesem Segment haben wir auch neue Bonds aufgenommen. Wir sehen weiterhin gute Chancen im Non-Investmentgrade-Bereich, den wir auf 14 % erhöht

haben. Diese Bonds bieten einen sehr guten impliziten *Hedge* gegen Zinserhöhungen, da sie sehr stark kreditgetrieben sind. In diesem Bereich achten wir natürlich noch stärker auf die Bilanzzahlen.

Der Cashbestand bewegt sich weiter am untersten Sockel, bei rund 6 %. Wir planen nicht, dies wesentlich zu ändern. Als Absicherung gegen die politischen Risiken in Europa – Stichwort Wahlen in den Niederlanden und Frankreich, populistische Bewegungen in Italien, Dilemma der EZB mit Blick auf die steigenden Inflationszahlen, um nur einige zu nennen – haben wir auch seit geraumer Zeit unsere Währungspositionen aufgebaut: Aktuell sind fast 7 % im USD, rund 4 % im NOK und fast 3 % im AUD angelegt. Obwohl der USD an einer technisch wichtigen Marke steht (aktuell bei 1,0520), glauben wir, dass der US-Dollar mittelfristig noch weiter Richtung Parität laufen kann, da es wenige Devisen gibt, in die die ganz Großen der Branche investieren können und die im aktuellen Umfeld eine richtige Alternative zum USD bieten.

Ethna-AKTIV

Im Ethna-AKTIV haben wir die Investmentquote im Monatsverlauf weiter erhöht und entsprechend den Kassenbestand um über 5 % reduziert. Hierfür wurden sowohl die Bruttoaktienquote als auch die Allokation von Anleihen im Portfolio weiter erhöht. Während wir die Kassequote als aktives Instrument in der strategischen Allokation einsetzen, um die Volatilität und das Risiko für den Fonds zu begrenzen, verfolgen wir gegenwärtig dennoch das Ziel, den Kassenbestand weiter zu reduzieren, um im Gegenzug die laufende Rendite des Portfolios zu erhöhen.

Auf der Anleienseite haben wir in diesem Zusammenhang überwiegend an Neuemissionen von Unternehmensanleihen partizipiert. Durch diese Maßnahme konnten wir die indirekten Handelskosten (Geldkurs versus Briefkurs) reduzieren, was sich entsprechend positiv auf den Fonds auswirkt. Ebenso wie im Ethna-DEFENSIV bevorzugen wir auch im Ethna-AKTIV weiterhin USD-denominierte Unternehmensanleihen mit einem Rating zwischen A und BBB und von Unternehmen mit nachhaltigen, starken Cashflows und moderater Verschuldung. Diese Anleihen bieten eine attraktive laufende Rendite. Ebenso verfügen sie im derzeitigen Umfeld über weiteres Kurspotenzial. Im Vergleich zu Staatsanleihen oder Anleihen aus dem

Rating-Segment AA besitzen diese Anleihen ein niedrigeres Zinsrisiko. Bei den Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen gehen wir gegenwärtig weiterhin von einer Bandbreite zwischen 2,25 % bis 2,75 % aus, es sei denn es ergeben sich neue wirtschaftliche oder politische Impulse. Entsprechend war die Duration im Monatsverlauf zeitweise deutlich höher, wurde aber aus taktischen Gründen, als die US-Rendite unter 2,4 % fiel, gegen Monatsende wieder reduziert.

Auf der Aktienseite haben wir unsere Direktinvestitionen im Monatsverlauf leicht erhöht, unsere Nettoaktienquote in der Summe aber reduziert. Hierbei handelte es sich überwiegend um US-Aktien-Futures, wo wir nach Erreichen neuer historischer Höchststände und einer Ausweitung der Bewertungsdifferenz zwischen Europa und den USA, Gewinne realisierten.

Die große politische Unsicherheit, insbesondere in Europa, sorgte dafür, dass auf Monatssicht der USD deutlich zulegen konnte. Wir denken, dass die Sorgen um die Zukunft Europas derzeit überzogen sind. Folglich nutzten wir die attraktiven Levels, um unsere USD-Quote zu reduzieren und einen Teil der Kursgewinne zu realisieren. Der USD bleibt aber weiterhin unsere größte Fremdwährungsposition, auch da hierdurch die laufende Rendite des Anleiheportfolios verbessert wird. Die allgemeine Nervosität bezüglich der politischen Risiken in Europa dürfte allerdings noch eine Weile anhalten. Daher halten wir zur besseren Diversifikation von Risiken und Chancen bis auf Weiteres auch an unseren Positionen in CHF und NOK fest.

Ethna-DYNAMISCH

Im Ethna-DYNAMISCH haben wir die Aktienquote im Monatsverlauf auf weiterhin hohem Niveau belassen und nur kleinere Anpassungen vorgenommen. Der regionale Fokus bleibt mit rund 34 % des Portfolios unverändert auf den europäischen Aktienmarkt gerichtet. Auch wenn es zwischenzeitlich vor dem Hintergrund der politischen Entwicklungen immer wieder zu einer etwas höheren Volatilität kommt, erachten wir die Ausgangssituation mit niedrigen Bewertungen, soliden fundamentalen Entwicklungen und einer hohen Skepsis gegenüber möglichen politischen Verwerfungen als sehr aussichtsreich für den weiteren Jahresverlauf. Im Rahmen eines Übernahmeverstärkungsversuchs des britisch-niederländischen Unilever-Konzerns durch den US-amerikanischen Wettbewerber Kraft Heinz trennten wir uns nach einem kurzfristig zweistelligen prozentualen Kursanstieg von unserer Unilever-Position und realisierten den Kursgewinn. In den USA initiierten wir eine neue Position in Discovery Communications, einem globalen Medien- und Unterhaltungsunternehmen, das in Europa vor

allem durch die Eurosport-Sender bekannt ist. Das Exposure im US-Aktienmarkt stieg durch die Transaktion auf Monatssicht leicht von 16 % auf rund 18 % an. Und auch die Gewichtung in Asien stieg durch eine Reihe von Aufstockungen bestehender Positionen um rund zwei Prozentpunkte auf rund 13 % an. In der Summe ist der Fonds damit zum Monatsultimo zu rund 63,3 % in Einzelaktien investiert. Die zur Absicherung von größeren und plötzlichen Verwerfungen an den Aktienmärkten mitgeführten Put-Optionen wurden im Februar auf neue Fälligkeiten und neue Sicherungslevel angepasst. Unter Berücksichtigung dieser Instrumente reduziert sich die Nettoaktienquote um 6,3 % auf rund 57 %. Hinsichtlich der Schwerpunkte auf Sektorebene bleibt der Ethna-DYNAMISCH unverändert vor allem in Aktien aus dem Technologie-, Finanz- und Telekommunikationsbereich investiert. Das Aktienportfolio besticht weiterhin durch attraktive Bewertungsniveaus sowie ein erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10,4x und einer Dividendenrendite von 3,3 %.

Im Bereich der festverzinslichen Anlagen gab es zuletzt keine Veränderungen der Positionierung. Zur Risikodiversifikation hält der Ethna-DYNAMISCH weiterhin 10 % des Fonds in sehr lang laufenden amerikanischen Staatsanleihen. Daneben sind weitere 10 % des Portfolios in sieben ausgewählten US-Non-Investmentgrade-Papieren investiert, die allesamt sehr attraktive Renditechancen ausweisen. In der Summe macht das Anleiheportfolio rund 20 % des Fonds aus und weist eine laufende Verzinsung von rund 5,2 % bei einer Modified Duration von 11,6 aus.

Die im Januar neu aufgebaute Goldposition wurde im Februar von 2,5 % auf 3,9 % ausgebaut. Ähnlich wie die US-Staatsanleihen sehen wir das Investment vor allem als Diversifikationselement und Portfoliobeimischung, das im Falle zunehmender politischer Unsicherheit seine volle Stärke ausspielen sollte.

Durch die leichte Erhöhung der Aktieninvestments und den weiteren Zukauf von Gold ist der Kassebestand des Ethna-DYNAMISCH von rund 15 % auf rund 12 % gefallen, wobei etwa fünf Prozent in Norwegischen Kronen angelegt sind. Über alle Investitionen hinweg beträgt das Fremdwährungsexposure unverändert rund 30 %.

Autoren >>

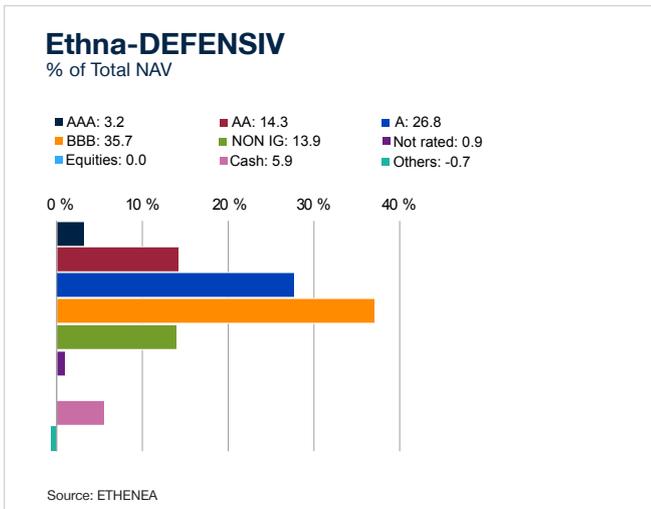
Portfolio Management

Guido Barthels, Thomas Herbert, Luca Pesarini, Christian Schmitt, Daniel Stefanetti, Peter Steffen, Arnoldo Valsangiacomo und Team

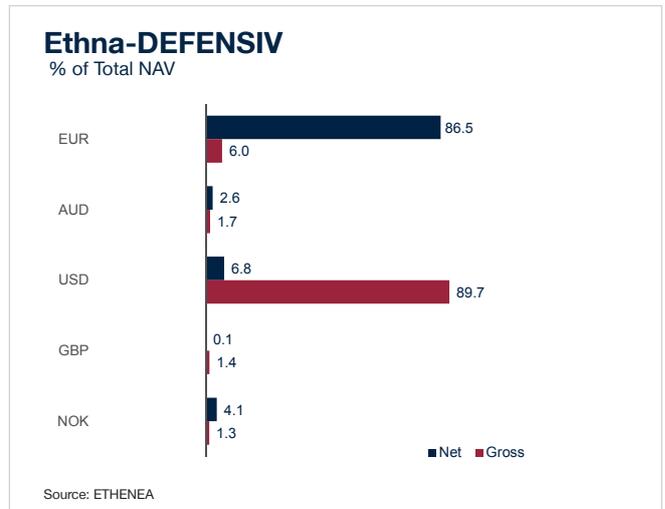


>> Möchten Sie Beiträge von unserem Head of Research sehen?

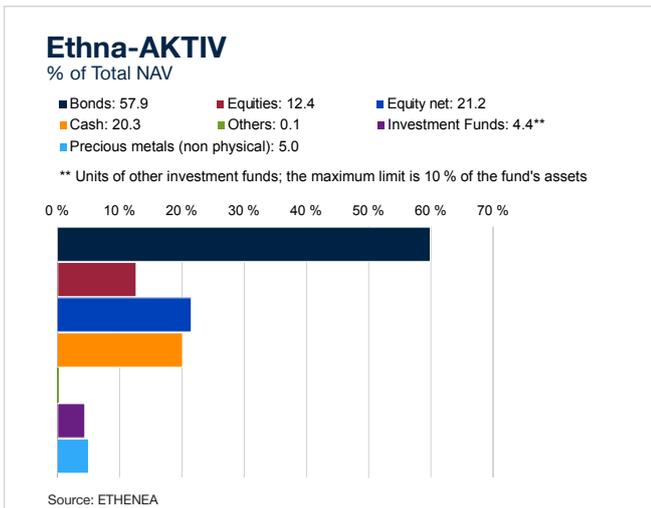
Besuchen Sie den [Videobereich](#) unserer Website.
ethenea.com/goto/videos



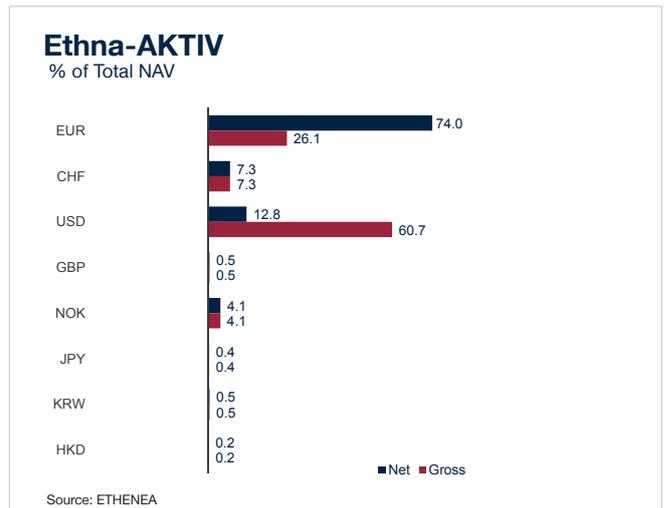
Grafik 2: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV*



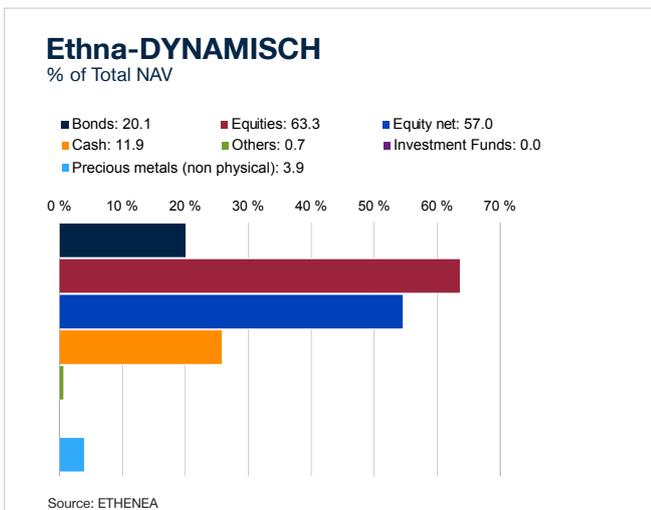
Grafik 5: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Währungen*



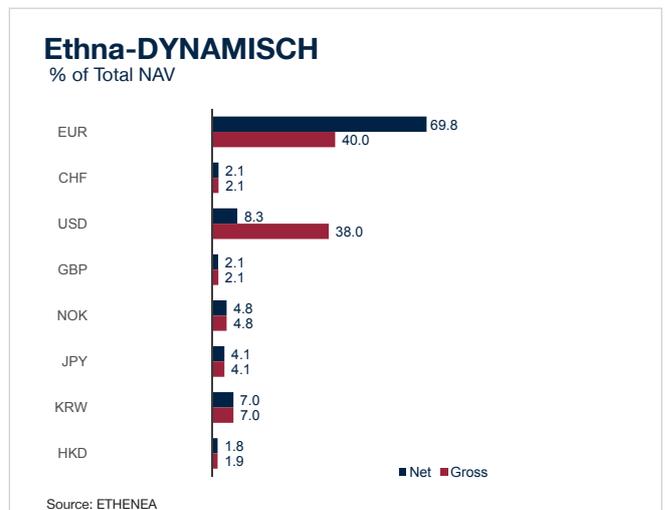
Grafik 3: Portfoliostruktur¹⁰ des Ethna-AKTIV*



Grafik 6: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Währungen*

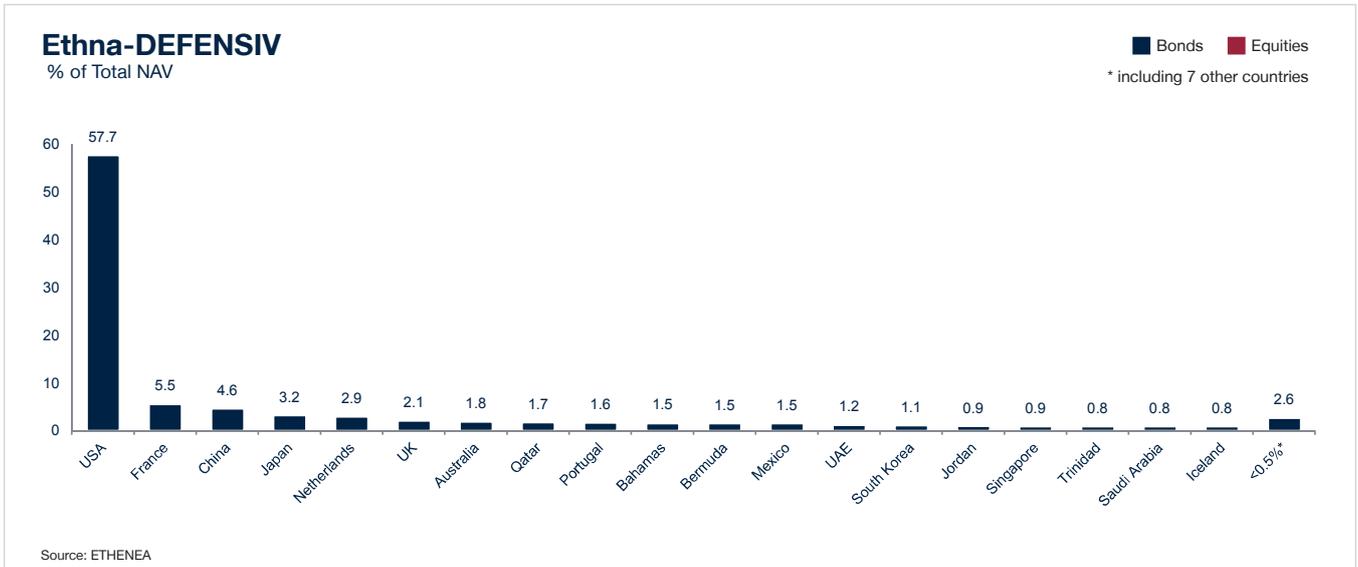


Grafik 4: Portfoliostruktur¹⁰ des Ethna-DYNAMISCH*

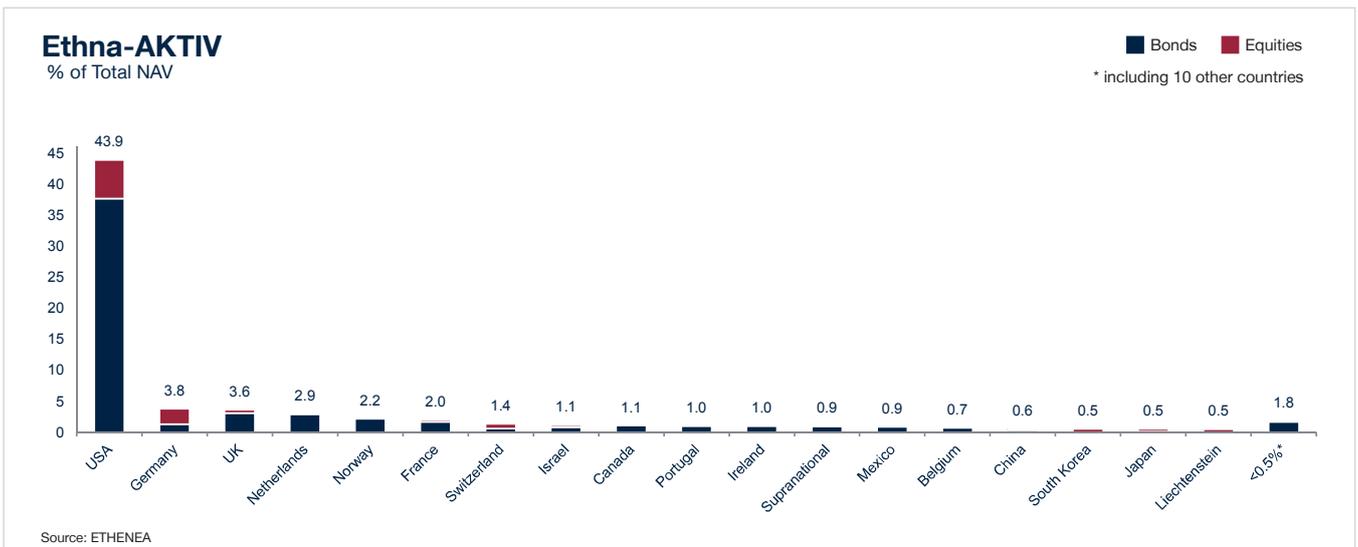


Grafik 7: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Währungen*

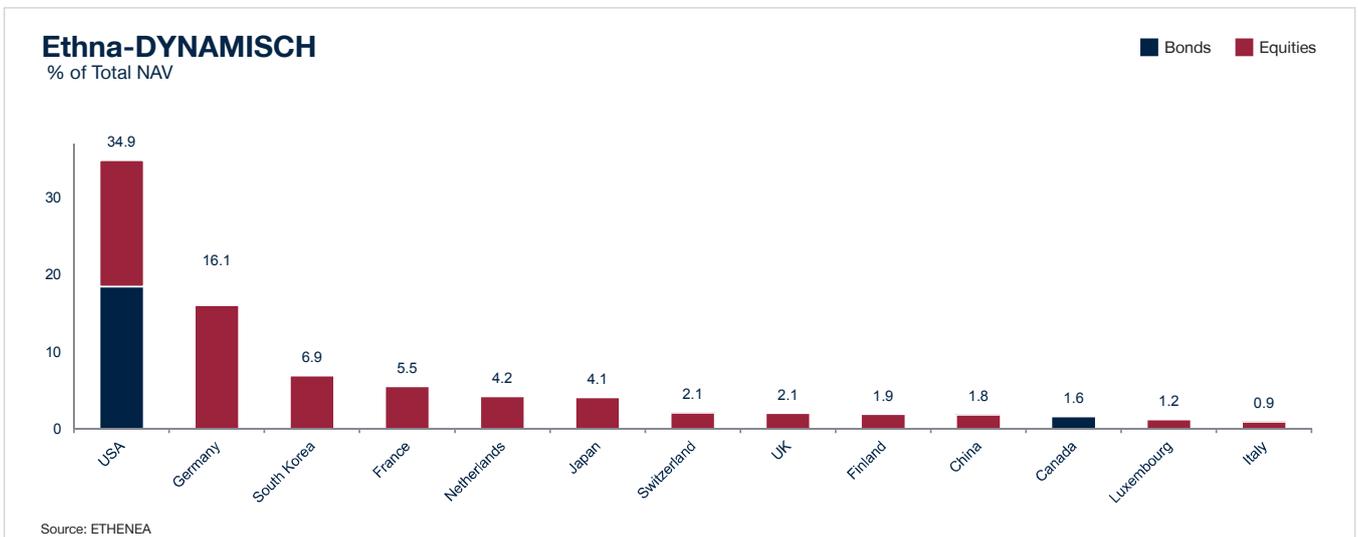
¹⁰ Unter der Position „Liquidität“ (Cash) sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Die Position „Aktien Netto“ (Equity net) beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.



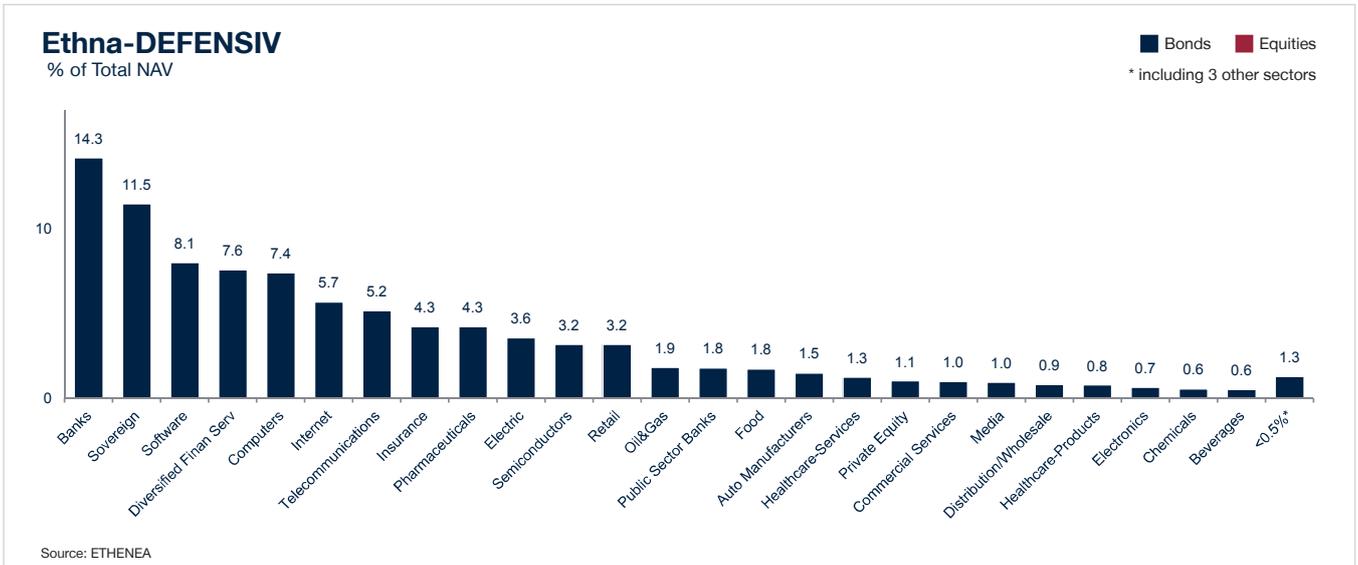
Grafik 8: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft*



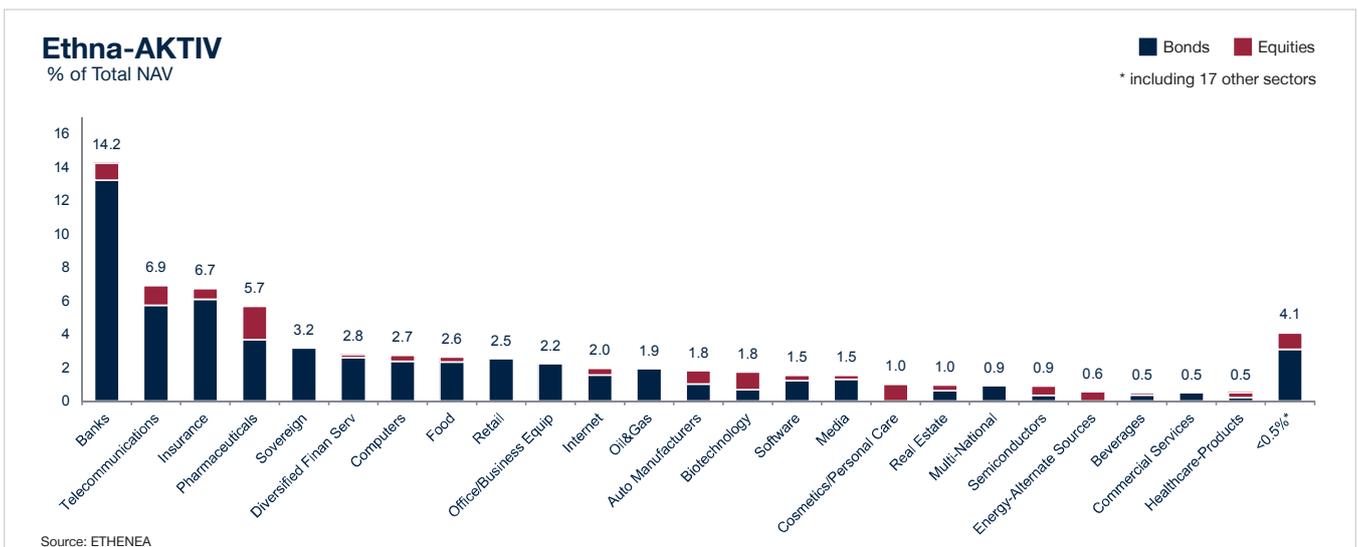
Grafik 9: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft*



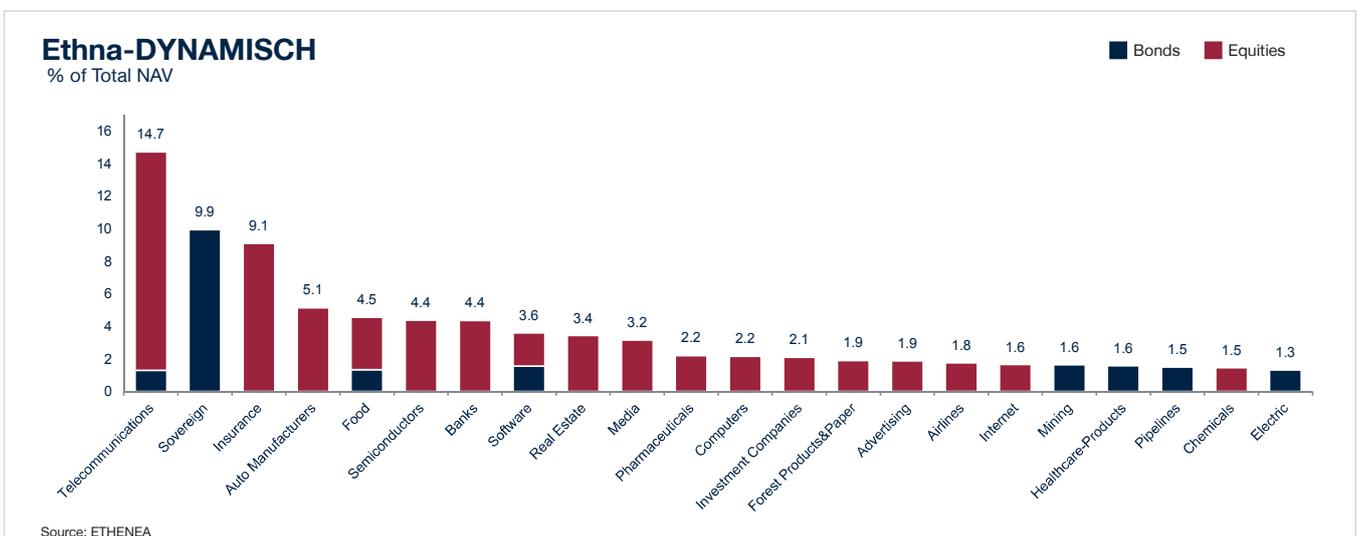
Grafik 10: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft*



Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Branche*



Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche*



Grafik 13: 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, 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 & Thomas Herbert (*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

>> Möchten Sie Beiträge von unserem Head of Research sehen?



Besuchen Sie den **Videobereich** unserer Website.

ethenea.com/goto/videos

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, 28.2.2017.