



# MARKTKOMMENTAR



## Mayday! Mayday! Mayday! Thanks for nothing, England.

Großbritannien bekommt wider besseres Wissen seinen Brexit.  
Gewinner gibt es dabei keine. Vielmehr erwarten wir  
einen unangenehmen Rosenkrieg, mit unüberschaubaren  
ökonomischen und sozialen Konsequenzen.



### Inhalt >>

Ausgabe vom 31.3.2017

- >> Mayday! Mayday! Mayday!  
Thanks for nothing, England.
- >> Makroökonomischer Ausblick
- >> Positionierung der Ethna Funds



## Mayday! Mayday! Mayday! Thanks for nothing, England.

**Großbritannien bekommt wider besseres Wissen seinen Brexit. Gewinner gibt es dabei keine. Vielmehr erwarten wir einen unangenehmen Rosenkrieg, mit unüberschaubaren ökonomischen und sozialen Konsequenzen.**

*Mayday!* ist das bekannte internationale Notrufsignal im Sprechfunk.<sup>1</sup> Aktuell, um genau zu sein am 29. März dieses Jahres, ist es auch eine Referenz auf die britische Premierministerin Theresa May, die an diesem schönen Frühlingstag tatsächlich den Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union (EU) gestartet hat. Gerade einmal drei Tage nach dem 60. Jahrestag der Römischen Verträge, die als Grundlage für die EU angesehen werden, wendet sich ein großer Partner von den Idealen und Träumen einer gemeinsamen und vor allem friedvollen Zukunft ab.

Wider besseres Wissen und Gewissen wird ein Prozess gestartet, der sicherlich viele Generationen von Europäern auf beiden Seiten des Ärmelkanals negativ beeinflussen wird. Hier gibt es keine Gewinner. Vielmehr ist es eine *Lose-Lose*-Situation oder mal wieder ein *Pyrrhussieg*<sup>2</sup> der Briten. Nach der Schlacht bei Asculum sagte Pyrrhus ja angeblich: „Noch so ein Sieg, und wir sind verloren.“<sup>3</sup> Der Autor dieses Marktkommentars

hat bis zur letzten Minute gehofft, dass sich der gesamte Brexit doch nur als ein gewiefter Bluff der Engländer herausstellt,

„Wider besseres Wissen und Gewissen wird ein Prozess gestartet, der sicherlich viele Generationen von Europäern auf beiden Seiten des Ärmelkanals negativ beeinflussen wird.“

um weitere Zugeständnisse der EU zu erzwingen. Schließlich wurde nachgewiesenermaßen von den sogenannten Brexiteers dermaßen gelogen, dass sich die Balken bogen.<sup>4</sup> Einer Theresa May und den allermeisten Parlamentariern, egal ob Tory oder Labour, kann man sicher die intellektuellen Fähigkeiten zuerkennen, diese Lügengeschichten zu durchschauen.

Aber mit der typischen *Stiff Upper Lip*<sup>5</sup> wird hier der Wille des Volkes durchgezogen, obwohl ein erneutes Referendum

<sup>1</sup> Der Ausdruck *Mayday* „wurde 1923 von Frederick Stanley Mockford (1897-1962), dem leitenden Funkoffizier am Flughafen London-Croydon, der damals in engem Kontakt mit dem Flughafen von Paris stand, als Notruf festgelegt. Die Schreibung, welche im Englischen die Interpretation als ‚Maifeiertag‘ nahelegt, wird als phonetische Wiedergabe eines französischen Hilferufs interpretiert. Der Ausruf [mede] wird dabei aufgefasst als jussiver Infinitiv *Maidier!* (Mir helfen!) oder als Verkürzung von *Venez m'aidier!* (Kommt mir helfen!).“, Quelle: [https://de.wikipedia.org/wiki/Mayday\\_\(Notruf\)](https://de.wikipedia.org/wiki/Mayday_(Notruf))

<sup>2</sup> Ein Pyrrhussieg ist „ein zu teuer erkaufter Erfolg. Im ursprünglichen Sinne geht der Sieger aus dem Konflikt ähnlich geschwächt hervor wie ein Besiegter und kann auf dem Sieg nicht aufbauen.“, Quelle: <https://de.wikipedia.org/wiki/Pyrrhussieg>

<sup>3</sup> Quelle: <https://de.wikipedia.org/wiki/Pyrrhussieg>

<sup>4</sup> Eine Auswahl finden Sie hier: <http://www.spiegel.de/politik/ausland/brexit-faktenchecker-von-infacts-entlarven-die-350-millionen-luege-a-1099198.html>

<sup>5</sup> *Stiff Upper Lip* bedeutet, „seine Selbstdisziplin zu bewahren und sich weder Verletzlichkeit noch überschwängliche Freude anmerken zu lassen.“  
Quelle: [https://de.wikipedia.org/wiki/Stiff\\_Upper\\_Lip](https://de.wikipedia.org/wiki/Stiff_Upper_Lip)

sicherlich ein ganz anderes Ergebnis hervorbringen würde. Zum einen wäre die Wahlbeteiligung gerade der jungen Wähler erheblich höher und damit wahrscheinlich auch dem No-Camp zuzurechnen. Zum anderen würden viele der ursprünglichen Befürworter ihre Meinung geändert haben. Dem Autor fehlt letztendlich die Phantasie, sich in die Köpfe der britischen Regierung hineinzusetzen, die gewiss ihren Platz in den Geschichtsbüchern kommender Generationen finden werden – als Totengräber und nicht als Befreier, wie sie bestimmt hoffen.

So oder so werden alle Beteiligten verlieren. Nun startet ein hässlicher, mindestens zweijähriger Scheidungskrieg mit allem, was wir in dem Film *Der Rosenkrieg* mit Michael Douglas und Kathleen Turner gelernt haben. Auf Seiten der EU gibt es zwei Camps. Auf der einen Seite stehen diejenigen, die am Beispiel Englands ein Exempel statuieren wollen, um eventuelle Nachahmer abzuschrecken. Auf der anderen Seite gibt es glücklicherweise noch jene Stimmen der Vernunft, die Großbritannien nicht bestrafen wollen, sondern rational

» Die Stimmen aus dem Brexit-Camp, die England eine goldene Zukunft versprochen, wenn es sich erst einmal aus dem Joch der EU befreit hätte, sind auch schon leiser geworden. «

an die Sache herangehen und das Beste daraus machen wollen. Es lässt sich in jedem Fall nur schwer abschätzen, wie die ökonomischen Effekte für *Great Britain* und die EU aussehen werden, allein schon aus dem Grund, dass es keinen Präzedenzfall gibt. Die Stimmen aus dem Brexit-Camp, die England eine goldene Zukunft versprochen, wenn es sich erst einmal aus dem Joch der EU befreit hätte, sind auch schon leiser geworden. Sicherlich wird die dortige Exportwirtschaft vom schwachen Pfund profitieren, aber Handelshemmnisse könnten die Vorteile durchaus überkompensieren.

Doch genug der einleitenden Worte. Die ökonomischen und sozialen Konsequenzen sind nicht überschaubar, und damit muss man sich an dieser Stelle erst einmal zufriedengeben.

Der Kapitalmarkt ist bezüglich des Brexits in eine Wartestellung übergegangen. Nachdem das Britische Pfund erwartungsgemäß abgewertet hat und die Aktien der britischen Exporteure

» Allerdings sollte man nicht den Fehler machen, Donald Trump zu früh abzuschreiben. «

gestiegen sind, ist erstmals nichts weiter passiert. Nun heißt es, geduldig zu sein und zu schauen, was die Zeit noch bringt.

Die Rentenmärkte jenseits des Atlantiks haben deutlich zugelegt, nachdem die Trump-Administration keine neue Gesundheitsreform verabschieden konnte, welche die sogenannte *Obamacare* ersetzt hätte. Wie wir bereits im letzten Marktkommentar geschrieben hatten, sind außer heißer Luft bisher nicht viel mehr als ein paar Tweets vom 45. Präsidenten der USA gekommen. Die Märkte beginnen dementsprechend daran zu zweifeln, wie viel von der *Trumpflation*, also der erwarteten Wirtschaftsdynamik, tatsächlich eintreffen wird. Eine gewisse Skepsis kann man anhand der rückläufigen Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen ablesen, die von ihrem bisherigen Höchststand von 2,63 % wieder auf aktuell unter 2,40 % gefallen sind. Die Inflationserwartungen des Marktes, als 5-Year/5-Year-Forward, sind im USD-Raum auch um gut 20 Basispunkte von bis zu 2,6 % auf 2,4 % gefallen. Allerdings sollte man nicht den Fehler machen, Donald Trump zu früh abzuschreiben. Vielleicht wird die angekündigte Steuerreform, so sie denn kommt, nicht „die größte Steuerreform aller Zeiten“, gleichwohl könnte sie entscheidende unternehmerische Impulse mit sich bringen und eine Rezession in den USA weiter in die Zukunft verschieben. Die US-Notenbank scheint mit einem gewissen Optimismus in die Zukunft zu schauen und deutet eine weitere Reihe von Zinserhöhungen an. Unser

Chefvolkswirt Yves Longchamp erläutert dies später noch ausführlich. Bis es allerdings soweit ist, wird sich die Rendite in den US-Staatsanleihen nicht großartig aus dem Korridor von 2,30 % bis 2,60 % herausbewegen – etwas, das wir bereits seit Monaten erwartet haben.

In Europa hatte sich aufgrund des letztlich positiven Wahlergebnisses in den Niederlanden eine gewisse Zuversicht eingestellt, dass es keine unangenehmen Überraschungen bei den Wahlen in Frankreich und Deutschland geben wird. Wir konnten bis Ende März eine Einengung der Renditeaufschläge gegenüber Bunds feststellen. Seit dem *Mayday!* am 29. März lässt sich beobachten, dass sich nicht nur die Renditeaufschläge der italienischen (+202 bp) und der spanischen (+135 bp) Anleihen im 10-Jahres-Bereich gegenüber den Bunds ausgeweitet haben sondern auch die französischen OATs (+65 bp). *Safe Haven*-Käufe scheinen wieder in Mode zu kommen. Thank you, England.

Wir halten die jetzige Renditebewegung allerdings für ein kurzfristiges Phänomen, da die Wahlausgänge in Frankreich und Deutschland wieder zu einer Umkehr der zuletzt zu beobachtenden Richtung führen sollten und die Bundrenditen wieder relativ zu den anderen Märkten steigen sollten.

Bis dahin bleibt es spannend.

---

## 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](http://ethenea.com/goto/videos)

# Makroökonomischer Ausblick >>

## Spätphase des Konjunkturzyklus – die 36 Monate davor

Regelmäßige Leser des Marktkommentars sind mit unserem Szenario von der Spätphase eines Konjunkturzyklus gut vertraut. Seit Monaten sind wir der Ansicht, dass die USA in eine Spätphase eingetreten sind. Diese These wird von der Stabilisierung der Arbeitslosenrate auf niedrigem Niveau und einem schwächeren Wachstum untermauert. Dies sind jedoch lediglich zwei von mehreren Folgen, welche sich aus einem solchen Szenario ergeben. Wir werden uns diesem Thema nun genauer zuwenden, indem wir Fakten vergangener Konjunkturzyklen unter die Lupe nehmen und wesentliche makroökonomische und finanzielle Variablen systematisch analysieren. Unser Ziel ist es dabei, einen tieferen Einblick in die gegenwärtige Phase des Konjunkturzyklus zu gewähren und zu erörtern, was dies für die Anlageklassengewichtung bedeutet.

### Daten

Das National Bureau of Economic Research (NBER) ist eine private Organisation, die dafür bekannt ist, Daten zum US-Konjunkturzyklus zu erheben. Sie definiert die Zeitpunkte, die gemeinhin als Beginn und Ende einer Rezession aufgefasst werden.<sup>6</sup> Die Datenerhebung reicht zurück bis ins Jahr 1854. Während die Ost- und Westküste heute in enger Verbindung miteinander stehen (etwa die Wall Street und Silicon Valley), war die erste transkontinentale Schienenverbindung zwischen den beiden Küsten im Jahr 1854 noch gar nicht in Betrieb.

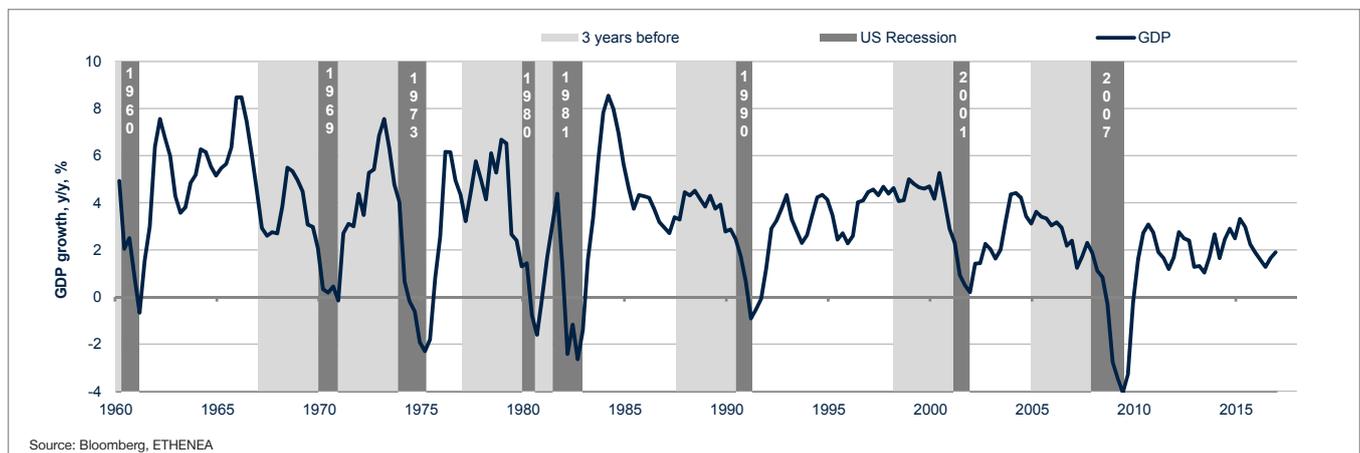
Die Rezessionsstatistiken des NBER liefern Einblicke in die Funktionsweise einer Volkswirtschaft. So treten Rezessionen

recht häufig auf, durchschnittlich einmal alle fünf Jahre (seit 1854 gab es 33). Sie sind also Teil eines wiederkehrenden Schemas. Unabhängig vom Währungsregime, der jeweiligen Regierung oder den Institutionen (bzw. dem Fehlen derselben) wird eines mit Blick auf die historischen Daten klar: Rezessionen kommen vor. Laut Aufzeichnungen gab es seit 1854 kein einziges Jahrzehnt ohne eine Rezession. Außerdem erlebten alle Präsidenten der Republikanischen Partei seit 1900 mindestens eine Rezession. Donald Trump wäre also ein wahrhaft außergewöhnlicher US-Präsident, sollte er dazu in der Lage sein, eine Rezession zu vermeiden.

Wenngleich uns gewisse Daten seit dem Jahr 1854 vorliegen, ist es sinnvoll, für unsere Analyse den Zeitraum einzuschränken, um wirklich aussagekräftige Informationen zu erhalten. Daher greifen wir auf NBER-Daten ab 1960 zurück, um zu klären, welche Bedeutung eine Spätphase des Konjunkturzyklus für eine Vielzahl von wirtschaftlichen und finanziellen Variablen wie Wachstum, Inflation, Beschäftigungslage und Arbeitslosigkeit, kurz- und langfristige Zinsen, Gewinne, Aktienkurse und KGV hat. Dabei definieren wir die Spätphase des Konjunkturzyklus als die letzten 36 Monate vor Beginn einer Rezession.

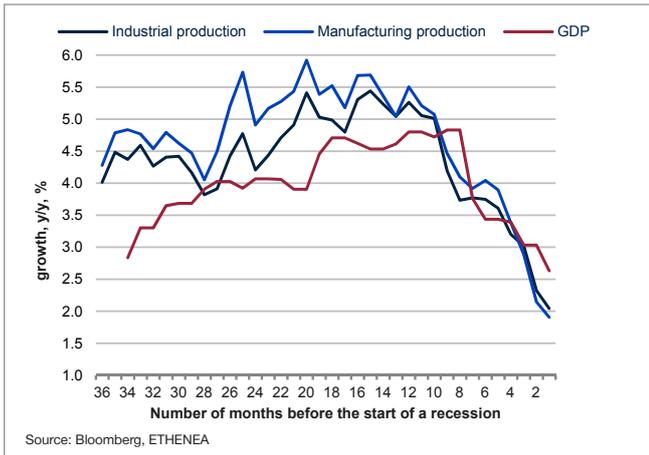
### Wirtschaftliche Variablen

Grafik 1 gibt Aufschluss über das BIP-Wachstum seit 1960; Rezessionen werden dunkelgrau dargestellt, ihr Jahrgang (d. h. das Jahr, in dem die Rezession beginnt) weiß und der Zeitraum der Spätphase des Konjunkturzyklus (d. h. die 36 Monate vor der Rezession) hellgrau. Wir weisen darauf hin, dass die Rezessionen in den Jahren 1969 und 1973 exakt 36

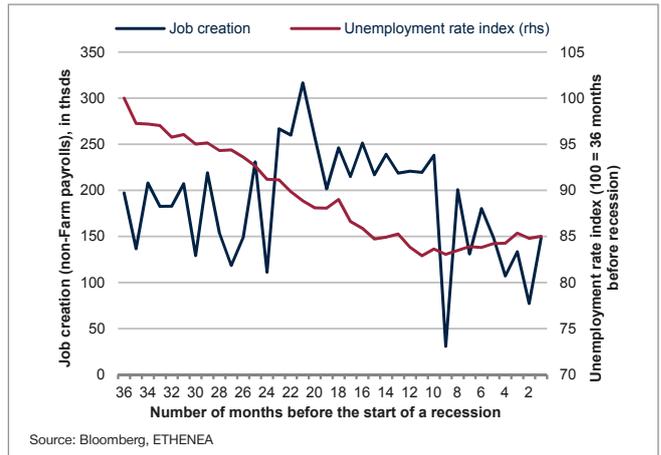


Grafik 1: Wachstum, Spätphase des Konjunkturzyklus und Rezessionen in den USA

<sup>6</sup> Quelle: <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>



Grafik 2: Wachstumsverlangsamung\*



Grafik 3: Verlangsamung des Arbeitsmarktes

Monate trennen, während zwischen den Rezessionen von 1980 und 1981 lediglich elf Monate liegen. In diesen Fällen eignet sich unsere Definition einer Spätphase des Konjunkturzyklus mit 36 Monaten nicht sehr gut, da hier jeweils auch deren Anfangsphase enthalten ist. Wir haben uns daher die Freiheit

» In den letzten zwölf Monaten vor Beginn einer Rezession kommt es zu einer Wachstumsverlangsamung. «

genommen, die Rezession von 1981 bei unserer Analyse unberücksichtigt zu lassen, da die Daten von denen anderer Zeiträume erheblich abweichen.

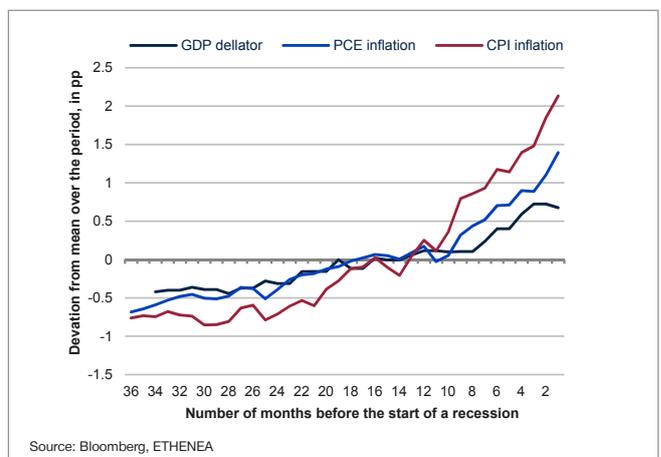
Das Wachstum ist die interessanteste wirtschaftliche Variable, da sie sehr eng mit dem Konzept der Rezession zusammenhängt. Während das NBER nicht nur das Wachstum betrachtet, um Rezessionsdaten festzulegen, besteht die einfache und weithin akzeptierte Definition einer Rezession darin, dass zwei direkt aufeinanderfolgende Quartale mit einem negativen BIP-Wachstum erforderlich sind, um von einer Rezession zu sprechen. Zusätzlich zum BIP messen wir das Wachstum anhand der Industrieproduktion und des verarbeitenden Gewerbes, da diese einen präzisen und zeitlich konkreten Anhaltspunkt zum jeweiligen Stadium des Konjunkturzyklus liefern können.<sup>7</sup> Im Durchschnitt geben die seit 1960 verzeichneten Spätphasen der Konjunkturzyklen einen Einblick darüber, wie die letzten 36 Monate vor einer Rezession aussehen könnten.<sup>8</sup> Grafik 2 fasst die durchschnittliche Entwicklung des Wirtschaftswachstums seit 1960 in den 36 Monaten vor einer Rezession zusammen. Wie zu sehen ist, kommt es lediglich in den letzten zwölf Monaten vor Beginn einer Rezession zu einer Wachstumsverlangsamung.

Die Arbeitsmarktzahlen präsentieren ein ähnliches Bild wie die Wachstumswahlen. Die Arbeitslosenquote stabilisiert sich

rund zwölf Monate vor Beginn einer Rezession. Wie an Grafik 3 ersichtlich wird, verlangsamt sich derweil das Beschäftigungswachstum, von mehr als 200.000 Stellen pro Monat auf rund 150.000.

Die Inflationsdaten weisen ebenfalls ein sehr spezifisches Muster auf. In einer Spätphase des Konjunkturzyklus gewinnt die Inflation in der Regel an Dynamik. Grafik 4 zeigt die Inflationsdynamik gemäß drei Statistiken (BIP-Deflator, private Konsumausgaben und Verbraucherpreisindex). Hier lässt sich eine deutliche Beschleunigung gegen Ende eines Zyklus, rund zwölf Monate vor Beginn der nächsten Rezession, feststellen.

Derzeit entsprechen die Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten im Großen und Ganzen den vergangenen Indikatoren für die Spätphase eines Konjunkturzyklus. Das Wachstum ist allerdings schwieriger auszuwerten, da es bislang niedrig war und sich in letzter Zeit nicht deutlich verlangsamt hat. In jedem Fall deutet dieser Ansatz darauf hin, dass eine Wachstumsbeschleunigung derzeit unwahrscheinlich ist.



Grafik 4: Steigende Inflation\*

<sup>7</sup> Lesen Sie mehr dazu in unserem APROPOS... mit Titel [Spielt der Produktionssektor noch eine Rolle?](#)

<sup>8</sup> Da zwischen den Rezessionen 1980 und 1981 nur elf Monate liegen, schließen wir diesen Zeitraum von unserer Stichprobe aus.

**Finanzielle Variablen**

Der kurzfristige Zins, also der Leitzins, der von der US-Notenbank festgesetzt wird (Federal Funds Rate), steigt in der Spätphase eines Konjunkturzyklus schrittweise an – entsprechend dem Mandat der Fed, die Inflation im Zaum zu halten. Langfristige Zinsen, gemessen an den Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen, weisen dagegen kein typisches Muster auf. Sie bleiben in den letzten 36 Monaten vor einer Rezession weitestgehend unverändert. Der Verlauf der Renditekurve, hier gemessen als Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen und der Federal Funds Rate, ist sehr aufschlussreich. Etwas mehr als zwölf Monate vor dem Beginn der nächsten Rezession wird der Verlauf der Renditekurve negativ (Grafik 5).

Für Anleger und Zentralbanken ist der Verlauf der Renditekurve sehr wichtig. Die Federal Reserve Bank of New York hat ein Modell über diesen Sachverhalt erstellt, um die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den nächsten zwölf Monaten einzuschätzen (Grafik 6). Derzeit beläuft sich die Wahrscheinlichkeit für eine im Februar 2018 einsetzende Rezession auf lediglich 4,2% und ist somit sehr gering.

Zudem erreicht der US-Aktienmarkt, gemessen am S&P 500, rund zwölf Monate vor Beginn der nächsten Rezession seinen Höhepunkt (Grafik 7). Dagegen steigen während des gesamten Zeitraums die Gewinne kontinuierlich an, was zu niedrigeren Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGV) führt.

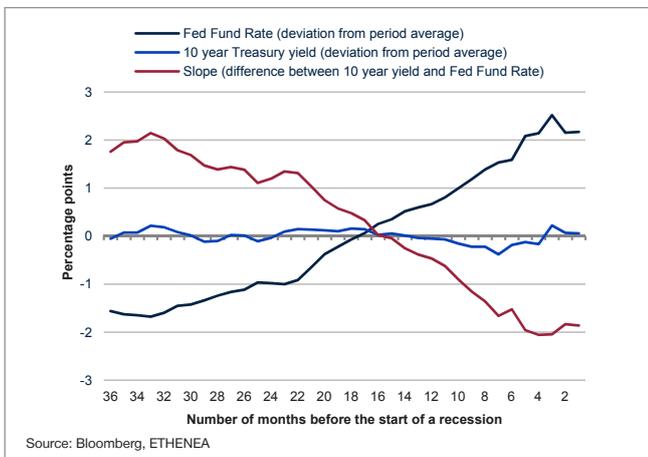
Die aktuelle Entwicklung der Finanzdaten unterstützt das Szenario einer Spätphase des Konjunkturzyklus kaum, da

» Die aktuelle Entwicklung der Finanzdaten unterstützt das Szenario einer Spätphase des Konjunkturzyklus kaum. «

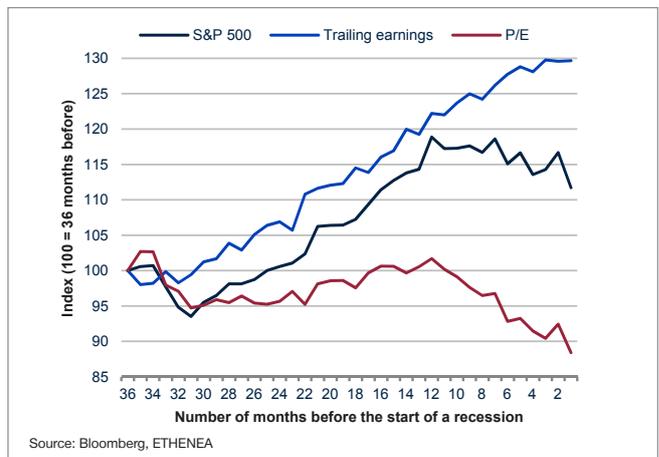
der Verlauf der Renditekurve eindeutig positiv ist und sich zugleich weniger steil entwickelt, während sich die KGVs dank Kursanstiegen weiter ausweiten und das Gewinnwachstum träge bleibt.

**Fazit**

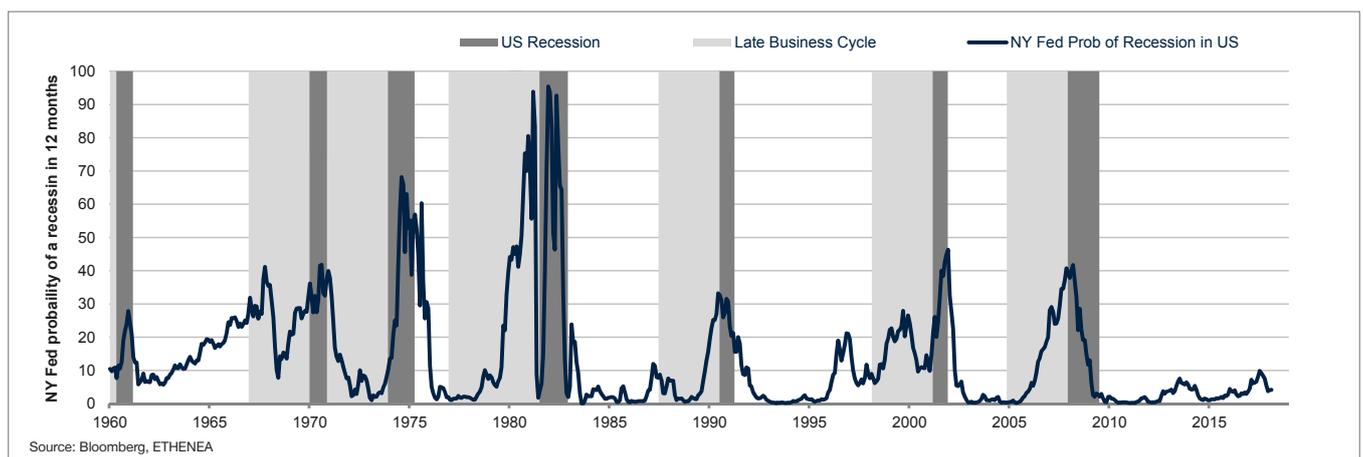
Es gibt keinen Standard-Konjunkturzyklus an sich. Jeder Zyklus ist anders. Es wäre daher leichtsinnig, die Ergebnisse



Grafik 5: Höhere kurzfristige Zinsen und negativer Verlauf der Renditekurve



Grafik 7: Höhere Gewinne, während Aktien und KGVs ihren Höhepunkt erreicht haben



Grafik 6: Die Daten weisen noch nicht auf die nächste Rezession hin

der Analysen zu einem virtuellen durchschnittlichen Konjunkturzyklus ohne jegliche Skepsis auf die Asset Allocation zu übertragen. Allerdings lassen sich durchaus im Laufe der Zeit einige Regelmäßigkeiten ausmachen, die es ernst zu nehmen gilt.

Die Wirtschaftsdaten bieten derzeit viele Hinweise auf eine Spätphase des Konjunkturzyklus. Dafür sprechen beispielsweise die Arbeitslosen- und Inflationszahlen. Derweil legen die Beschäftigungslage und das Wachstum nahe, dass – sofern wir uns denn in einer Spätphase befinden – die letzten zwölf Monate vor einer Rezession noch nicht begonnen haben und sich das Wachstum verlangsamen dürfte.

Demzufolge lassen die Finanzdaten vermuten, dass die US-Wirtschaft, sollte sie sich tatsächlich in einer Spätphase des Konjunkturzyklus befinden, erst ganz am Anfang dieser Spätphase steht. In diesem Zeitraum steigen die kurzfristigen Zinsen, die Renditekurve verflacht sich, behält jedoch ihren positiven Verlauf bei, und die KGVs weiten sich aus.

Diesen Ergebnissen zufolge dürfte die nächste Rezession kaum vor 2019 einsetzen, was auf weitere Anstiege der kurzfristigen Zinsen und höhere Aktienkurse hindeutet.

---

## Autor >>

**Yves Longchamp, CFA**

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

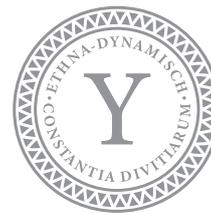


>> Möchten Sie Beiträge von unserem Head of Research sehen?

Besuchen Sie den **Videobereich** unserer Website.

[ethenea.com/goto/videos](http://ethenea.com/goto/videos)

# Positionierung der Ethna Funds >>



## Ethna-DEFENSIV

Im Großen und Ganzen ist das Rentenportfolio relativ stabil geblieben. Jedoch haben wir bei verschiedenen Unternehmensanleihen die USD-Titel durch Euro-Titel ersetzt. Dies haben wir von Fall zu Fall mit Hinblick auf die Rendite entschieden. Ein Beispiel dafür ist unter anderem Softbank, deren Anleihe wir mittlerweile in Euro im Portfolio haben, da sie uns im Gegensatz zur USD-Anleihe einen Renditevorsprung von 40 Basispunkten erlaubt. Die Duration, genauer die Netto-Modified Duration, wurde weiterhin aktiv gemanagt. Die Bruttoquote steht weiterhin bei 6,5 während die Nettoquote sich mittlerweile bei 4 befindet. Das USD-Exposure bei Bonds ist aus den oben erwähnten Gründen im vergangenen Monat leicht zurückgegangen. Es liegt aktuell bei etwa 84 %. US Treasuries haben seit der Schlappe, die Trump in der Diskussion über die Abschaffung von Obamacare erleiden musste, eine bemerkenswerte Rallye von 2,60 % auf 2,33 % hingelegt und dies bei mehr oder weniger stabil bleibenden Credit Spreads, die sich nur ganz leicht ausgeweitet haben. Bezüglich der Emittentenherkunft haben wir die Auslastung in den USA und Frankreich leicht reduziert und haben damit die Cashquote, die wochenlang am Liquiditätssockel stand, ein wenig aufgebaut, auf mittlerweile rund 7 %. Auch bezüglich der Emittentenbranchen gab es keine erwähnenswerten Veränderungen. Innerhalb des Technologiesektors wurden verschiedene Subsektoren neu gewichtet, wobei die Sektorengewichtung insgesamt quasi unverändert bleibt. Bei verschiedenen Anleihetiteln mit einem Rating von BBB bis AA, deren Bewertungen inzwischen sehr stark gestiegen waren, haben wir Gewinne realisiert.

Wie bereits im Vormonat beschrieben, haben wir die Aktienquote weiterhin aktiv gemanagt. Diese beläuft sich zu Monatsende auf rund 7 %. Da die meisten Indizes höher stehen als vor einem Monat, haben wir in allen Future-Exposures die Stop-Loss-Trigger nach oben angepasst. Zum heutigen Zeitpunkt sehen wir uns *ceteris paribus* nicht veranlasst, die Quote signifikant zu verändern, werden aber weiterhin aktiv intervenieren, insofern dies notwendig sein sollte. Die Monate von Ende April bis in den September hinein sind häufig eher schwach für Aktieninvestments, wobei dies natürlich lediglich ein historisches Mittel ist.

Auf der Währungsseite haben wir zuletzt die USD-Quote leicht nach unten angepasst, setzen aber weiterhin auf unsere drei Pfeiler: den US-Dollar, den australischen Dollar sowie die norwegische Krone. Letztere hat über den Monat parallel zum Rückgang des Ölpreises korrigiert, konnte sich dann aber wieder stabilisieren. Kurzfristig planen wir hier keine großen Veränderungen.

## Ethna-AKTIV

Im Monatsverlauf haben wir die Investmentquote im Ethna-AKTIV weiter erhöht. Im Gegensatz zum Vormonat lag der Fokus hierbei auf einer Erhöhung der Aktienquote, während der Bestand an Anleihen im Portfolio reduziert wurde. Die Kassenquote setzen wir als aktives Instrument der strategischen Allokation ein, um die Volatilität und das Risiko im Fonds zu begrenzen. Unsere derzeitige Positionierung bei einer Nettoinvestmentquote von etwa 95 % (unter Berücksichtigung des Aktienexposures aus Futures) erlaubt es uns, an den Marktentwicklungen zu partizipieren, wobei wir diese jederzeit und zeitnah wieder reduzieren können, sollten es die Marktbedingungen erfordern.

Bei der Steuerung der Aktienquote sind wir weiterhin sehr flexibel vorgegangen und haben taktisch auf Marktereignisse reagiert. Zur kostengünstigen und effizienten Umsetzung verwenden wir hierfür in erster Linie hoch liquide Index-Futures bekannter Aktienindizes. Im Verlauf des Monats wurde die Aktienquote insgesamt ausgebaut, vor allem in den günstiger bewerteten Regionen Europa und Asien, wohingegen wir für den US-Aktienmarkt Put-Optionen zur Absicherung gegen stärkere Kursrückschläge in das Portfolio aufgenommen haben. Während die Bewertungen der Aktienmärkte in den USA von sehr vielen Vorschusslorbeeren für potenzielle Steuererleichterungen, Deregulierungsmaßnahmen und steigende Infrastrukturausgaben in luftige Höhen getrieben wurden, wurde die Entwicklung vieler europäischer Aktien in eine positivere Richtung noch durch die Furcht der Investoren vor politischen Risiken gehemmt. Nachdem die Parlamentswahlen in den Niederlanden Mitte März ohne negative Überraschungen absolviert wurden, hellte sich die Sicht auf europäische

Aktien bereits wahrnehmbar auf. Grundsätzlich gehen wir von einer Fortsetzung dieser positiven Entwicklung aus.

Auf der Anleihe Seite wurde die Investmentquote im Gegenzug reduziert. Dabei haben wir den Fokus auf Einzeltitel gelegt, die sich sehr positiv entwickelt hatten und deren weiteres Kursgewinnpotenzial sich somit deutlich reduziert hatte. Ebenso wurden größere Positionen reduziert, wodurch die Liquidität des Anleiheportfolios dank der kleineren durchschnittlichen Positionsgröße nochmals erhöht wurde. Des Weiteren wurden Positionen, deren Attraktivität sich im Gesamtportfoliokontext verändert hatte, reduziert oder vollständig verkauft. So sank aufgrund der Reduzierung unserer USD-Quote (siehe nächster Abschnitt) die laufende Rendite einiger USD-Floater im Portfolio. Während diese Positionen im Portfoliokontext bei einer höheren USD-Nettoquote sinnvoll waren, insbesondere aufgrund des positiven Durationeffektes, änderte sich dieses Bild infolge der Reduzierung der USD-Quote. 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 %. Während die Duration des Portfolios Ende Februar noch niedriger war, wurde sie im Monatsverlauf zeitweise deutlich erhöht. Erst gegen Monatsende, als die US-Renditen auf unter 2,4 % fielen, wurde die Duration aus taktischen Gründen wieder reduziert.

In der ersten Monatshälfte profitierte der USD nochmals aufgrund der anhaltenden politischen Unsicherheit in Europa und der steigenden Erwartungshaltung an die US-Fed. Die Sorgen um die Zukunft Europas sehen wir weiterhin als überzogen und das Potenzial für noch schneller steigende Zinsen als gegenwärtig erwartet, betrachten wir als begrenzt. Dementsprechend nutzen wir diese Stärke, um unsere USD-Position nochmals deutlich zu reduzieren und Gewinne zu realisieren. Da die allgemeine Nervosität bezüglich der politischen Risiken in Europa allerdings noch eine Weile anhalten wird, 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 leicht reduziert, jedoch bleibt der Fonds mit einem Einzelaktienanteil von insgesamt 60,9 % signifikant am Aktienmarkt engagiert. Die Put-Optionen, die wir zur Absi-

cherung von größeren und plötzlichen Verwerfungen an den Aktienmärkten mitführen, reduzieren diese Investitionsquote unter Berücksichtigung der aktuellen Marktbewertungen um 6,7 %, womit sich Ende März eine Netto-Aktienquote von 54,2 % ergibt. Der regionale Fokus der Aktieninvestments bleibt unverändert auf den europäischen Aktienmarkt gerichtet, der rund 30 % des Aktienportfolios ausmacht. Durch den Verkauf unserer Position der Deutschen Telekom sowie von Ahold Delhaize, einer niederländischen Supermarktkette, ist das Gewicht der europäischen Aktien um etwa 3 Prozentpunkte gesunken. Im internationalen Vergleich erachten wir europäische Valoren nach wie vor in der attraktivsten Ausgangssituation, da sie eine solide fundamentale Entwicklung und eine moderate Bewertung aufweisen. Auch wenn sich das Sentiment angelsächsischer Investoren im Hinblick auf den alten Kontinent langsam aufhellt und Aktien im Nachgang der niederländischen Parlamentswahlen eine gute Entwicklung zeigten, erwarten wir noch weiteres Kurspotenzial in Europa. In den USA trennten wir uns mit Verizon von einem weiteren Telekomwert. Gleichzeitig nutzten wir einen Kursrücksetzer bei Amgen zur Initiierung einer neuen Position im weltweit größten Biotechnologieunternehmen. Amgen wartet nicht nur mit einer sauberen Bilanz und einer günstigen Bewertung auf, sondern überzeugt ebenso durch eine verheißungsvolle Pipeline an Medikamenten und Biosimilars (moderne Generika). Das Exposure am US-Aktienmarkt stieg auf Monatsicht leicht von 18 % in Richtung 19 % an. Die Gewichtung in Asien hingegen bleibt mit einem Niveau zwischen 12 % und 13 % weitestgehend unverändert. Hinsichtlich der Schwerpunkte auf Sektorebene bleibt der Ethna-DYNAMISCH vor allem in Aktien aus dem Technologie-, Finanz- und Telekommunikationsbereich investiert und dies ungeachtet der beiden Verkäufe in letzterem Bereich. Das Aktienportfolio besticht weiterhin durch attraktive Bewertungsniveaus wie ein erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10,9x und eine Dividendenrendite von 3,3 %.

Im Bereich der festverzinslichen Anlagen haben wir im März verschiedene Umschichtungen vorgenommen und Bonitätsrisiken reduziert. Im Monatsverlauf haben wir uns von gleich drei US-Hochzinsanleihen getrennt, während wir mit Rackspace, einem der größten Webhosting-Anbieter, der seit Kurzem in Private-Equity-Besitz ist, einen neuen Emittenten ins Portfolio aufgenommen. Hierdurch sank die Investitionsquote bei Unternehmensanleihen von rund 10 % auf etwas unter 7 %. Gleichzeitig haben wir die langlaufenden amerikanischen Staatsanleihen, die wir zur Risikodiversifi-

kation einsetzen, von 10 % auf rund 12 % erhöht, wodurch wir im Zuge gestiegener Aktienmarktnotierungen eine leicht erhöhte Vorsicht für Risikoanlagen zeigen. Das Anleiheportfolio macht nun etwas weniger als 19 % des Portfolios aus und weist eine laufende Verzinsung von 4,4 % bei einer Modified Duration von rund 13,4 aus.

Auch die Goldposition trägt zur Risikoreduktion des Fonds bei und wurde im März nochmals von 3,9 % auf rund 4,7 % ausgebaut. Damit haben wir zunächst die angepeilte strategi-

sche Zielgröße von nahe 5 % erreicht und verbleiben bis auf Weiteres bei dieser Positionsgröße.

Durch die leichte Reduktion der Aktien- und Renteninvestments ist der Kassenbestand von rund 12 % in Richtung 15 % angestiegen, wobei 4,6 % in norwegischen Kronen angelegt sind. Über alle Investments hinweg beträgt das Fremdwährungsexposure nun rund 28 %, gegenüber 30 % per Ende Februar.

---

## Autoren >>

### Portfolio Management

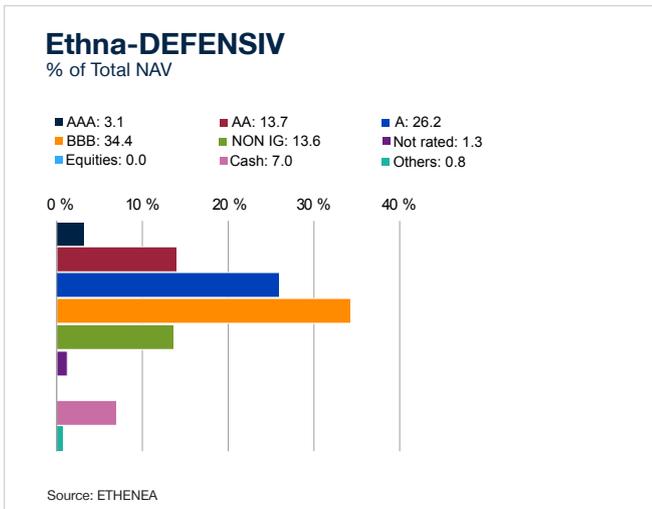
Guido Barthels, Thomas Herbert, Luca Pesarini,  
Christian Schmitt, Daniel Stefanetti, Peter Steffen,  
Arnoldo Valsangiacomo und Team



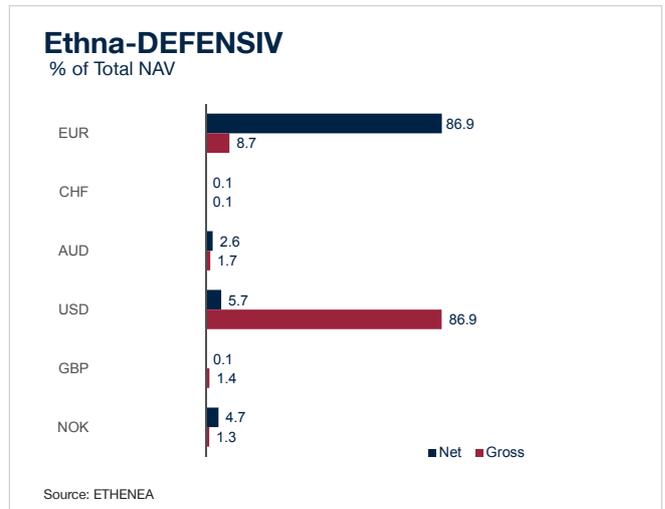
>> Möchten Sie Beiträge von unserem Head of Research sehen?

Besuchen Sie den **Videobereich** unserer Website.

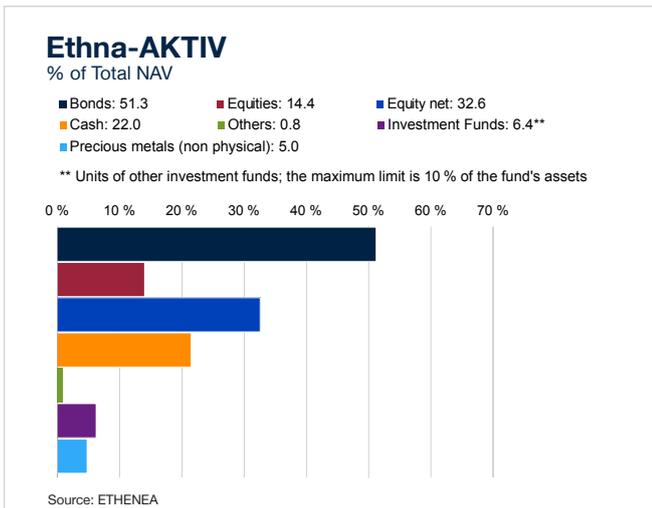
[ethenea.com/goto/videos](http://ethenea.com/goto/videos)



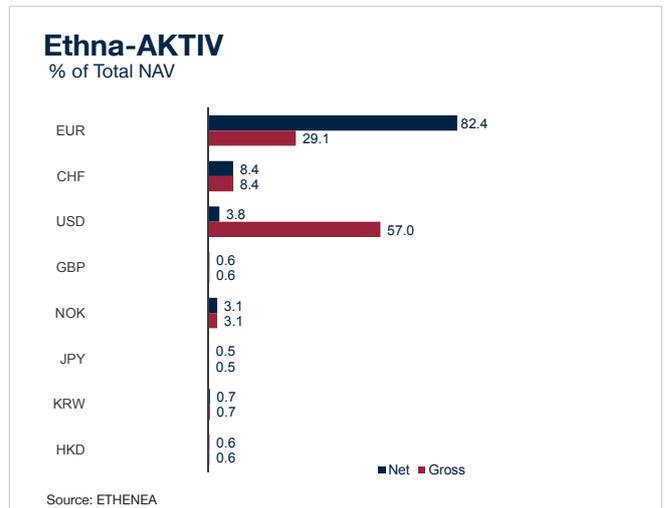
Grafik 8: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV\*



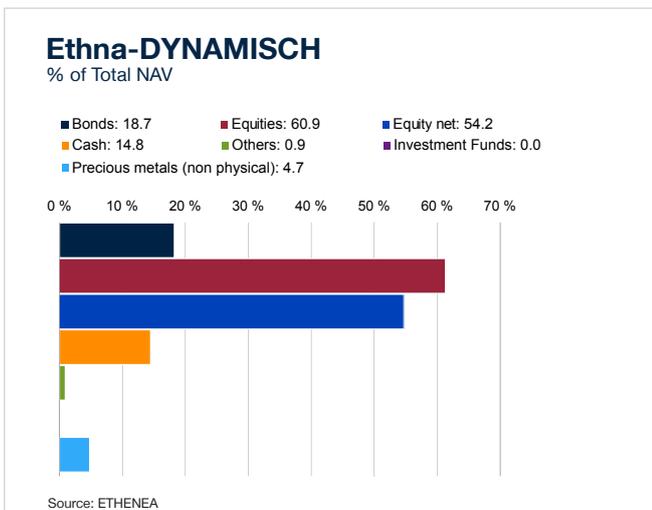
Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Währungen\*



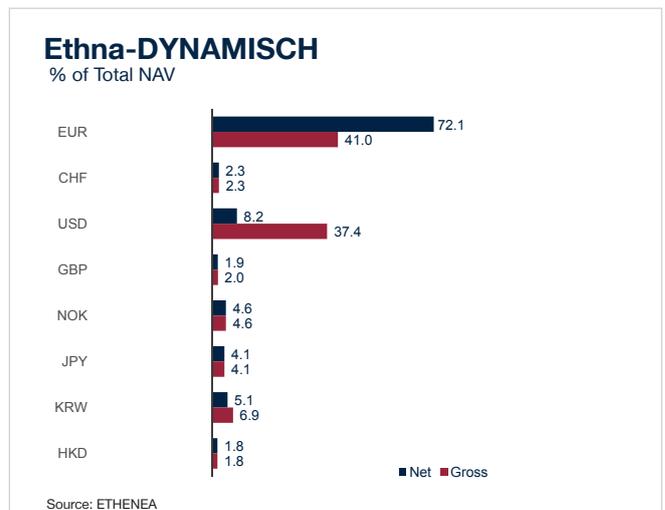
Grafik 9: Portfoliostruktur<sup>9</sup> des Ethna-AKTIV\*



Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Währungen\*

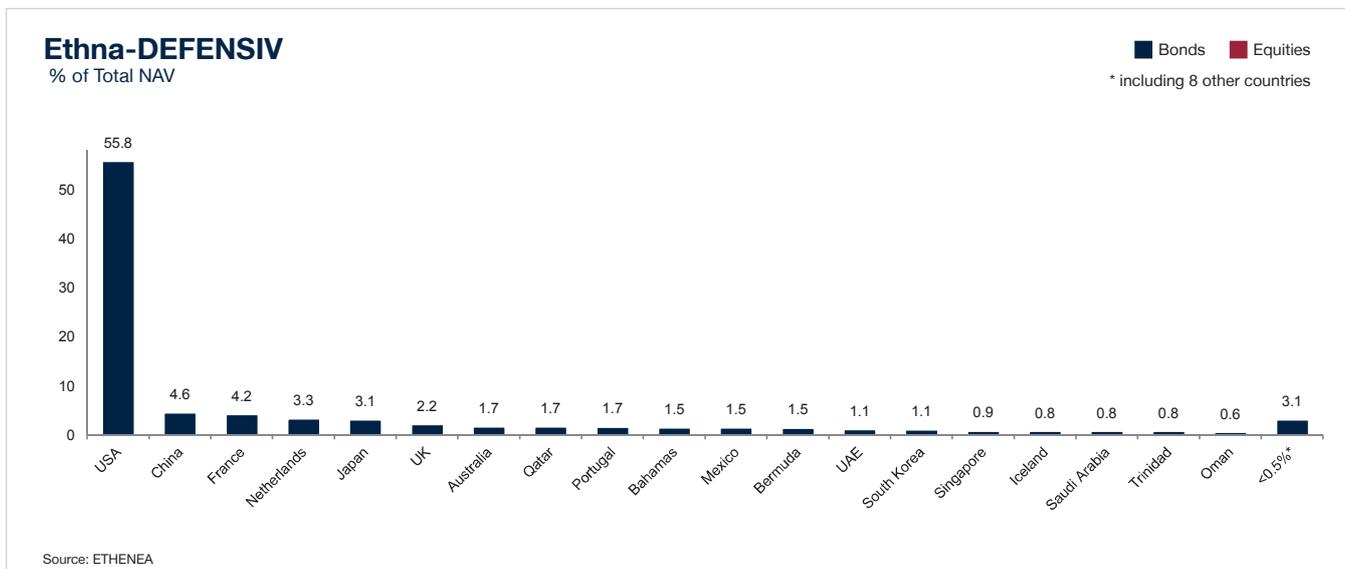


Grafik 10: Portfoliostruktur<sup>9</sup> des Ethna-DYNAMISCH\*

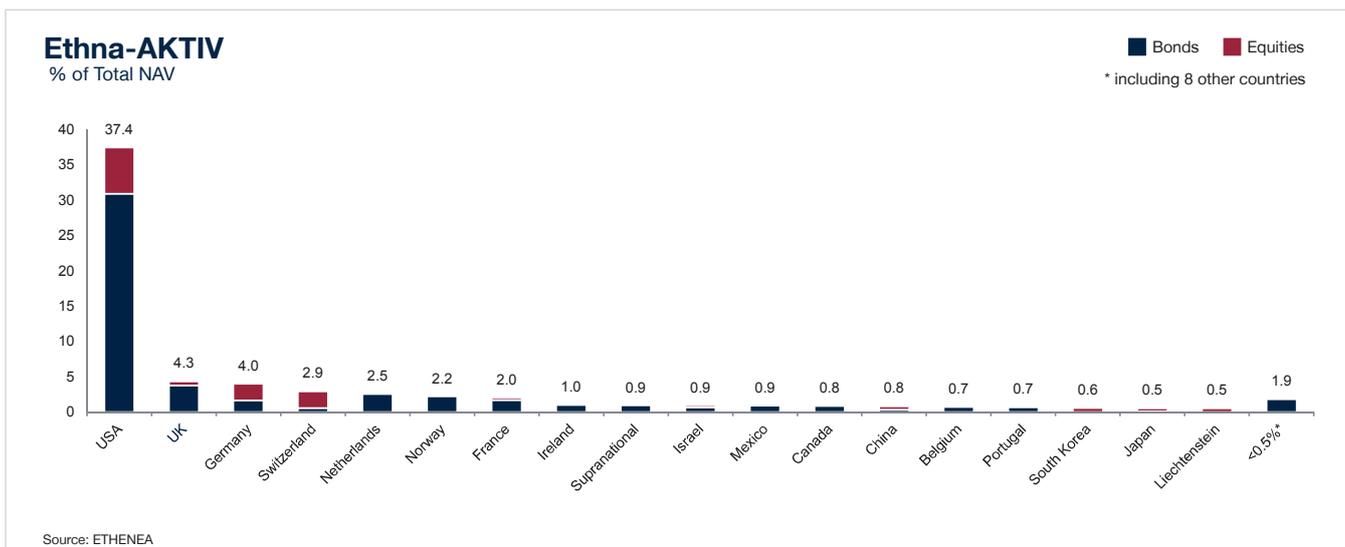


Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Währungen\*

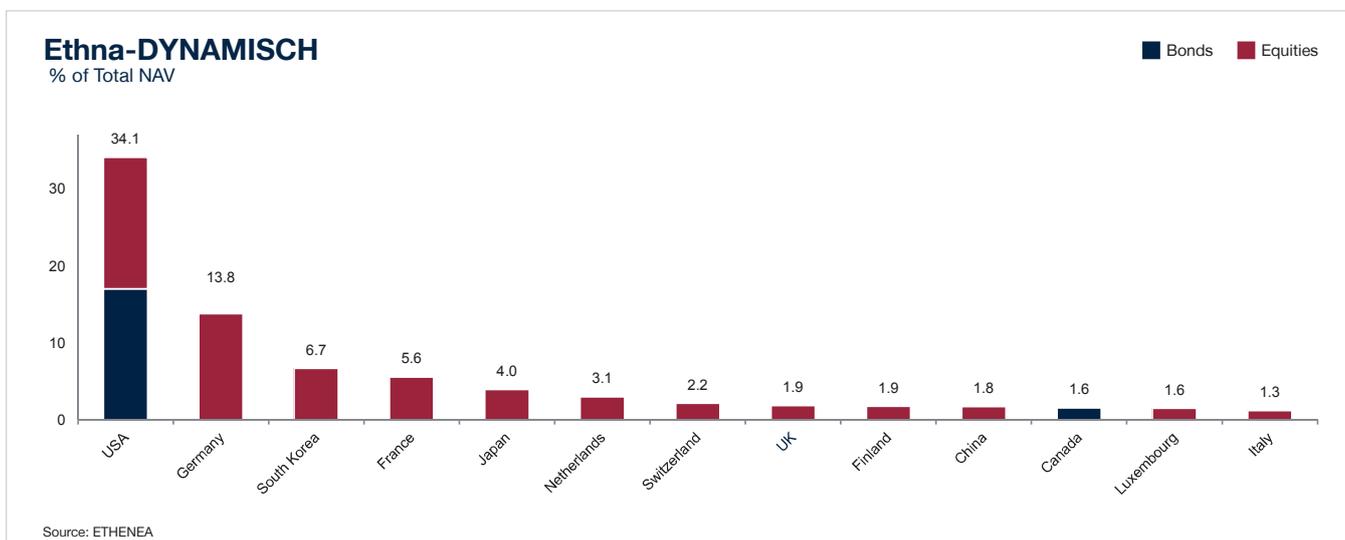
<sup>9</sup> Unter der Position „Liquidität“ (Cash) sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Die Position „Aktien Netto“ (Equity net) beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.



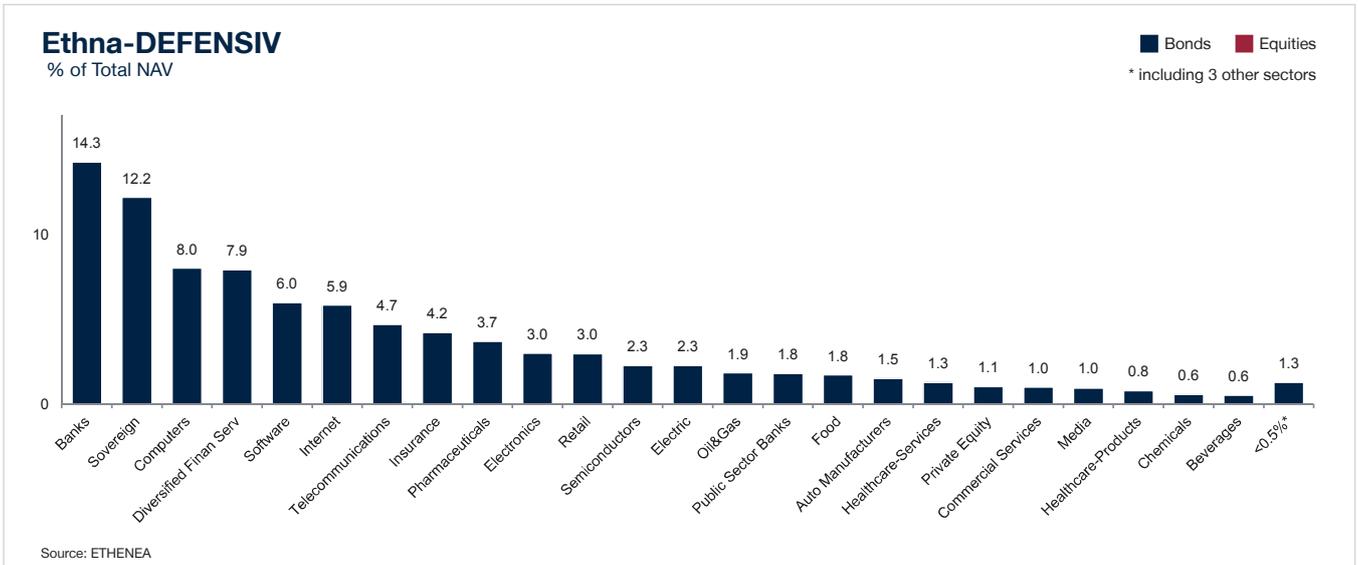
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft\*



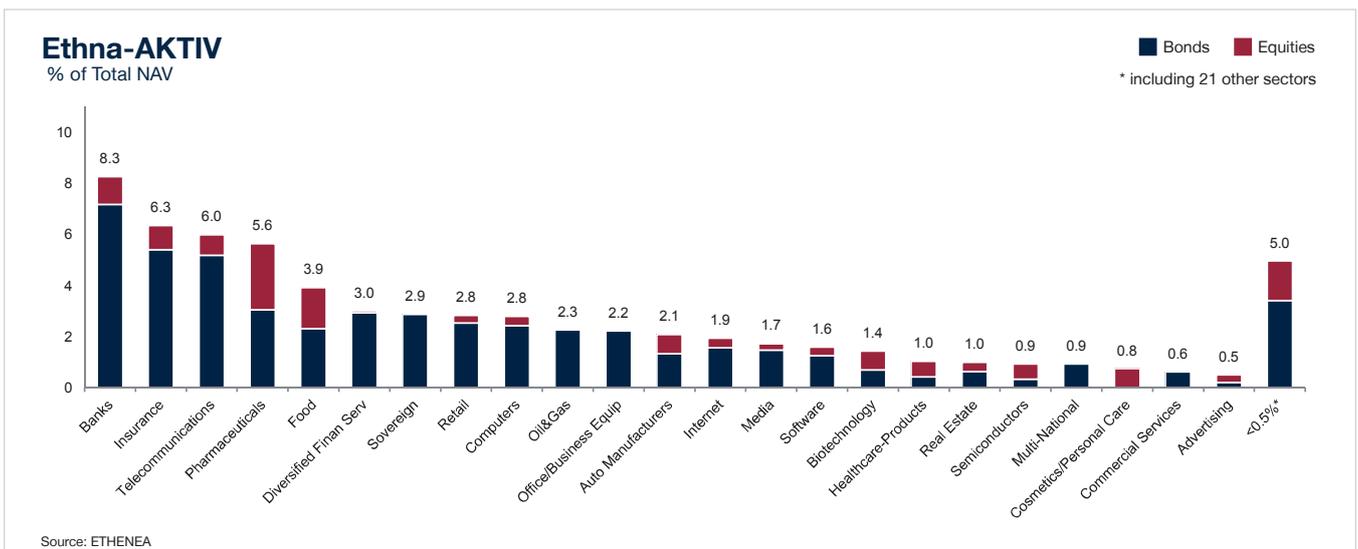
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft\*



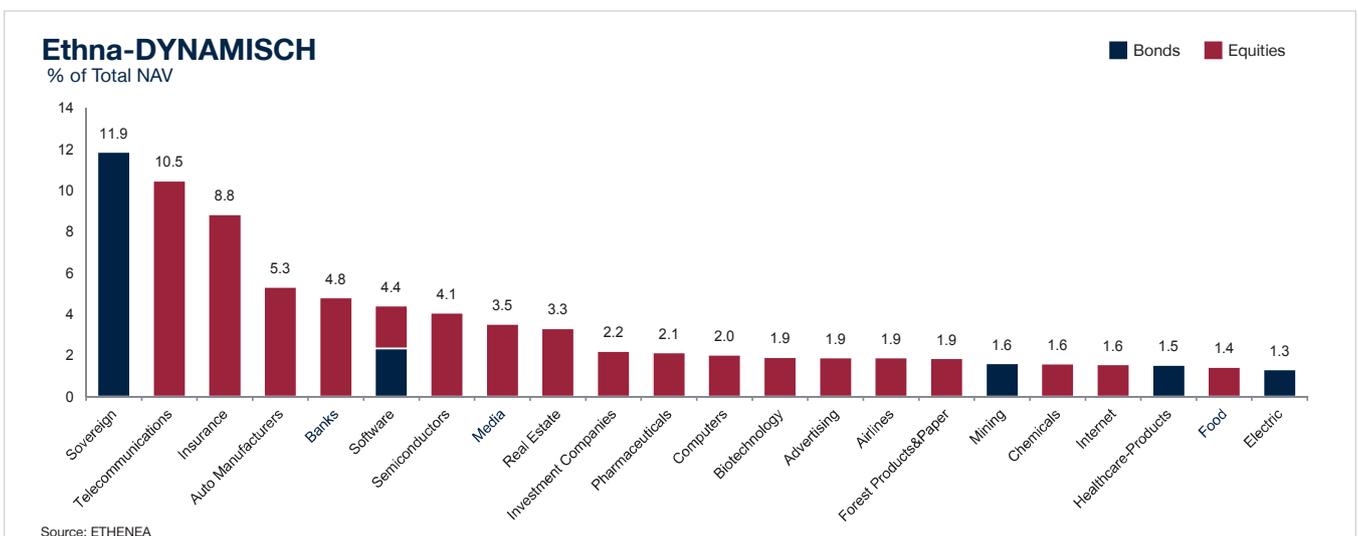
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft\*



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



Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche\*



Grafik 19: 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](http://ethenea.com/goto/videos)

## Wichtige Hinweise >>

Das in diesem Marktkommentar beschriebene Sondervermögen ist ein Luxemburger Investmentfonds (fonds commun de placement), der gemäß Teil I des Luxemburger Gesetzes vom 20. Dezember 2002 über Organismen für gemeinsame Anlagen („Gesetz vom 20. Dezember 2002“) auf unbestimmte Dauer errichtet wurde. Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapiere und vergleichbare Vermögenswerte, das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Maßgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen (Wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekte und Berichte), denen Sie ausführliche Informationen zu den potenziellen Risiken entnehmen können. Diese sind in deutscher Sprache kostenlos erhältlich bei der Verwaltungsgesellschaft ETHENEA Independent Investors S.A., 16, rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach oder bei der Vertreterin in der Schweiz: IPConcept (Schweiz) AG, In Gassen 6, Postfach, CH-8022 Zürich. Zahlstelle in der Schweiz ist die DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich der Produktbeschreibung, stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert, zusammengestellt und geprüft. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 31.3.2017.