



MARKTKOMMENTAR | NR. 10 · OKTOBER 2020

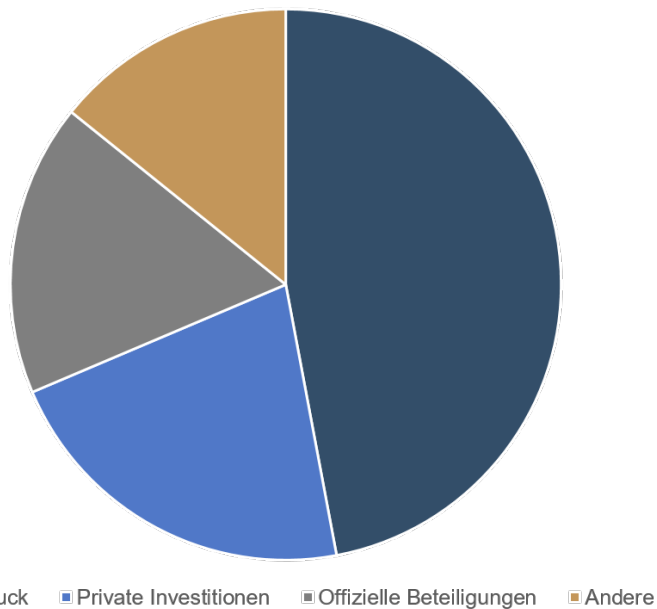
## Goldene Zeiten?

„Nach Golde drängt,  
Am Gold hängt  
Doch alles! Ach wir Armen!“

*Quelle: Goethe, Faust. Der Tragödie erster Teil, 1808. Abend, Margarete mit sich allein*

Auch wenn obiges Zitat vielleicht etwas aus dem Zusammenhang gerissen scheint, ist es vor dem Hintergrund der aktuellen Geldpolitik der großen Zentralbanken aktueller denn je. In den letzten zwei Jahren gab es kaum eine Assetklasse, die eine bessere Performance aufweisen konnte, und dementsprechend sind Investitionen in Gold in aller Munde. Doch was sind die Treiber des Goldpreises, und stellt die aktuelle Korrektur der Allzeithochstände gar eine Kaufgelegenheit dar?

Bevor wir jedoch diese Fragen beantworten, möchten wir Ihnen das Edelmetall und seine Historie etwas genauer vorstellen. Begehrt wird Gold unter anderem wegen seiner Widerstandsfähigkeit gegen Korrosion und Oxidation. Erste Goldfunde schreibt man ägyptischen Arbeitern bereits ca. 6000 Jahre vor Christus zu. Während der Beginn der Goldgewinnung in die Kupferzeit geschätzt wird, lassen sich die ersten aus Gold gefertigten Gegenstände in Mitteleuropa auf ca. 2000 vor Christus datieren. Bevor es tatsächlich in Münzform als Zahlungsmittel über Jahrtausende in den verschiedensten Kulturen zum Einsatz kam, wurde es fast überall auf der Welt anfänglich zu Götzenbildern verarbeitet. Bis zum Jahr 1971, als der sogenannte „Goldstandard“ einseitig durch die Amerikaner aufgelöst wurde, basierte sogar der Wert des US-Dollars auf dem gelben Metall. Erwähnenswert – und nicht ganz unwichtig für seine heutige Bewertung – ist die Tatsache, dass es bis 1974 über 40 Jahre lang ein Goldbesitzverbot in den USA gab. Man schätzt, dass sich das gesamte erschließbare Goldvorkommen auf der Erde auf ca. 250.000 Tonnen beläuft<sup>1</sup>. Davon sind bislang ca. 198.000 Tonnen gewonnen worden. Zusammengeschmolzen und bildlich dargestellt, würde dies einen Würfel mit einer Kantenlänge von 21,7 Metern ergeben. Zum Preis von 1.890 USD je Feinunze (31,103 g) per 30.09.2020 entspricht dies einem Gegenwert von 12,1 Billionen USD. Nur zum Vergleich: Die aggregierte Ausweitung der Notenbankbilanzen allein der Fed und der EZB in den letzten 12 Jahren bewegt sich mit ca. 12 Billionen USD in etwa in der gleichen Größenordnung. Wie dieses Gold aktuell genutzt wird, kann in der nachfolgenden Grafik 1 abgelesen werden.

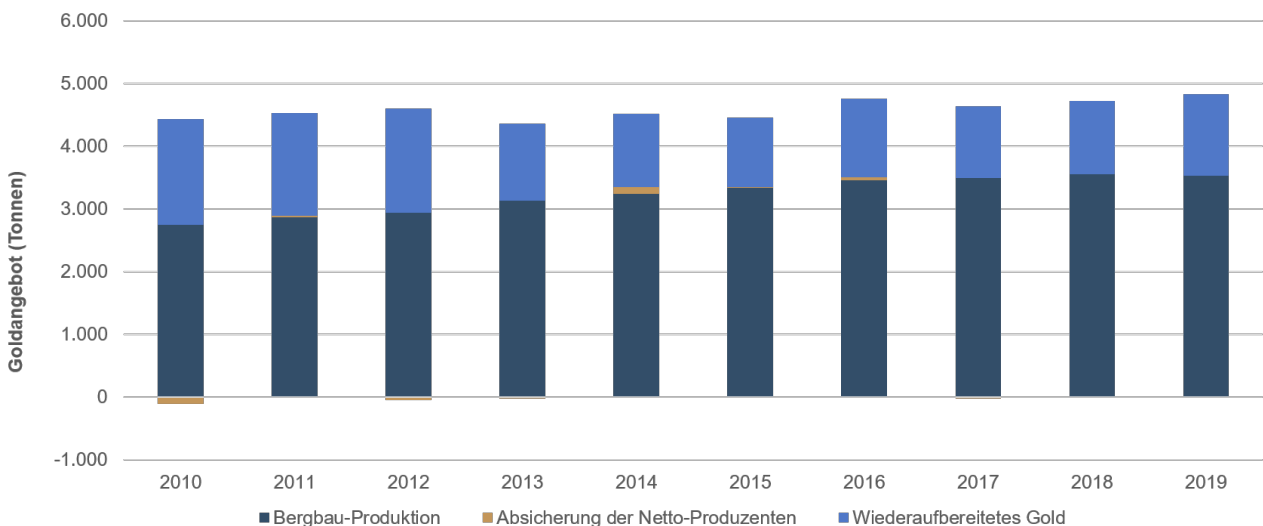


Quelle: <https://www.gold.org/goldhub/data>

Grafik 1: Nutzungskategorien Gold

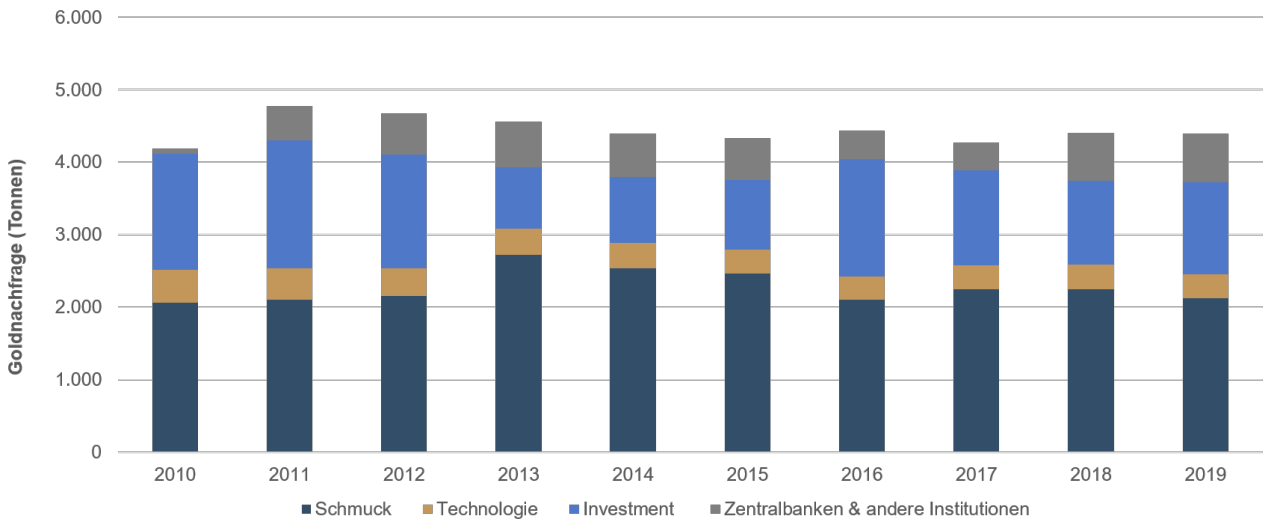
Offenkundig ist, dass Gold keinen Cash-Flow generiert und keinen wirklich messbaren Nutzen stiftet. Bedingt durch seine Lagerkosten ist Goldbesitz sogar eher mit Kosten – also einem negativen Cash-Flow – verbunden. Dementsprechend gibt es, unabhängig davon, ob man Gold als Währung, Rohstoff, Assetklasse oder Schmuck/Konsumgut betrachtet, aktuell kein Modell, um theoretisch einen fairen Preis des Edelmetalls herzuleiten. Diese Tatsache ist erwartungsgemäß einer der Hauptkritikpunkte der Goldgegner und zu Recht ein Makel. Solange Gold jedoch die Funktion der Wertaufbewahrung nicht abgesprochen wird, muss es zwangsläufig einen Wert haben. Der Vorteil des Goldes gegenüber dem Fiatgeld als alternatives Wertaufbewahrungs- und Tauschmittel, besteht ganz einfach im endlichen Bestand. Im Gegensatz zu herkömmlichen Währungen kann Gold nicht einfach gedruckt werden.

Doch wie entsteht der Goldpreis? Wenn es um die Bewertung des Goldpreises geht, muss man sich zwangsläufig die historischen Zusammenhänge zwischen Angebot und Nachfrage anschauen. Die beiden nachfolgenden Grafiken illustrieren recht anschaulich, dass erstens über die letzten Jahre von einer gewissen Stabilität auf der Angebotsseite gesprochen werden kann und dass zweitens die relativen Schwankungen auf der Nachfrageseite bei Investitionen und Zentralbanken am größten sind.



Quelle: <https://www.gold.org/goldhub/data/gold-supply-and-demand-statistics>

Grafik 2: Goldangebot

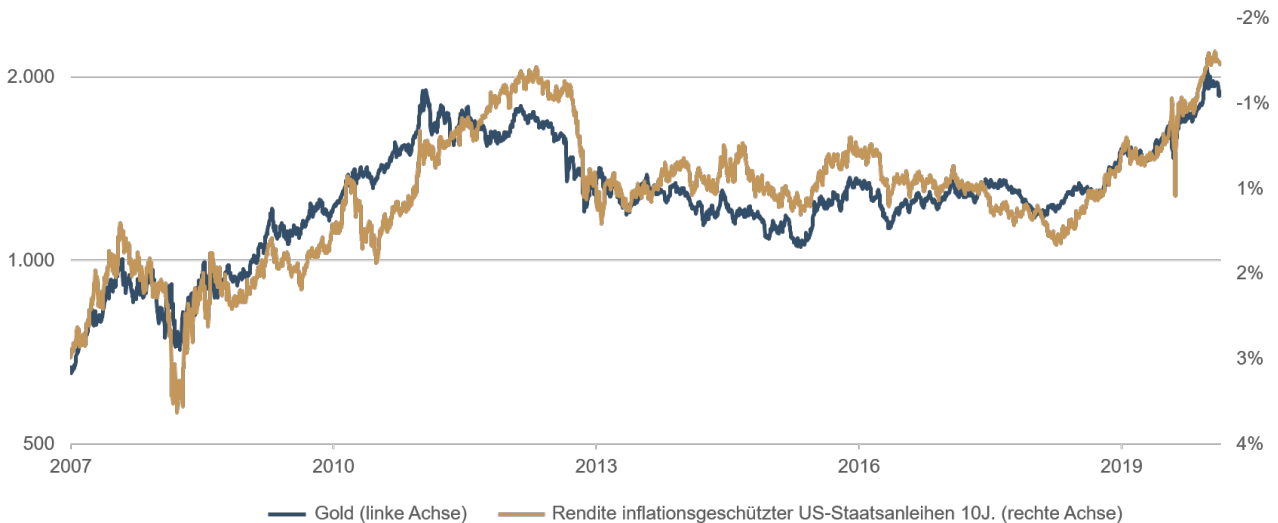


Quelle: <https://www.gold.org/goldhub/data/gold-supply-and-demand-statistics>

Grafik 3 - Goldnachfrage

Vor dem Hintergrund, dass bedingt durch die tatsächlich verfügbaren Kapazitäten bei den Goldminenbetreibern eine starke Änderung des Goldangebots unwahrscheinlich ist, sind nachhaltige Ungleichgewichte in diesem Verhältnis hauptsächlich über die Nachfrageseite und hier speziell von der Investimentsseite zu erwarten.

Folglich kommen wir zu der Frage, von was diese investitionsseitige Nachfrage und somit der Goldpreis abhängen? Der offensichtlichste Zusammenhang, der sich zudem sehr plausibel erklären lässt, ist die Abhängigkeit des Goldpreises vom realen Zinsniveau<sup>2</sup>. Dieser ist gut im nachfolgenden Chart ersichtlich.



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Grafik 4 - Goldpreis und Rendite inflationsgeschützter US-Staatsanleihen

Die Gründe dafür lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Wenn genügend Marktteilnehmer dem Edelmetall Gold die Eigenschaft als Wertaufbewahrungsmittel sowie eine Funktion als Tauschmittel zusprechen und zudem ein freier Handel und Besitz möglich sind, dann ist Gold als eine valide Konkurrenz zum Papiergeld zu betrachten. Die Kaufkraft des Geldes hängt vereinfacht gesprochen vom Nominalzins abzüglich der realisierten Inflation, also dem Realzins, ab. Da

dieser Zusammenhang für die „Kaufkraft“ des Goldes nicht gilt, muss sich der Preis des Goldes – gerechnet in Papiergeld – umgekehrt proportional zum Realzins entwickeln. Die Umsetzung dieses theoretischen Konstrukts obliegt dann der breiten Masse von Investoren, die in der ständigen Abwägung der relativen Attraktivität zwischen Geld und Gold durch ihre Handelsaktivitäten den Preis des Goldes bestimmen.

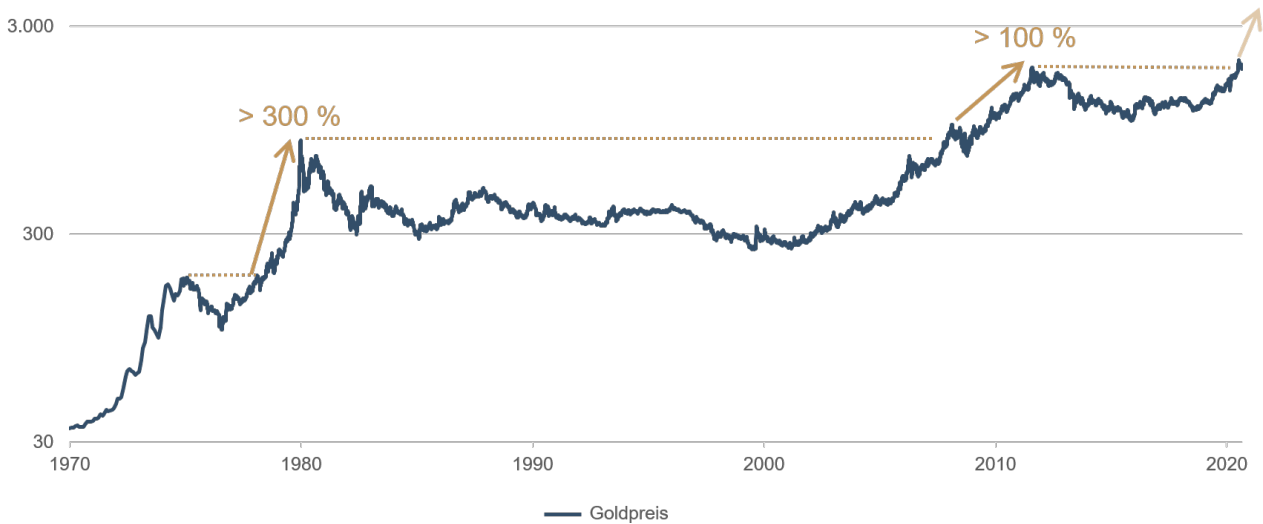
Zur Beantwortung der Frage nach der zukünftigen Entwicklung des Goldpreises ist es also wichtig, auf die Entwicklung des Realzinses zu schauen. Wir wissen, dass das Papiergeld in der Regel von unabhängigen Notenbanken mit dem Versprechen der garantierten relativen Preisstabilität kontrolliert wird. Ohne hier die Vertrauensfrage bezüglich der Zentralbanken zu diskutieren – was mit einiger Wahrscheinlichkeit ein zukünftiges Eskalationsszenario darstellt – muss kritisch hinterfragt werden, inwiefern die versprochene Preisstabilität denn zukünftig gewährleistet werden kann. Vor dem Hintergrund unterdurchschnittlicher Wachstumsaussichten und politisch nicht opportuner Spar- oder Steuererhöhungsprogramme sind die meisten Staaten mit chronisch defizitären Staatshaushalten konfrontiert. Die Fiskalpakete zur Bekämpfung der aktuellen COVID-19-Krise stellen einen zwischenzeitlichen Höhepunkt in einer Entwicklung dar, die zu einem Niveau der globalen Staatsverschuldung geführt hat, welches ohne rekordniedrige Nominalzinsen und die sogenannte Monetarisierung der Staatsschulden (Aufkauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank) nicht tragbar wäre. Mit der Aussage der großen Zentralbanken, dass sich an dem Umfeld der niedrigen Zinsen auf längere Sicht nichts ändern werde, und der Quasi-Gewissheit, dass die rapide Ausweitung der Geldmenge (siehe Grafik 5) durch die Monetarisierung der Staatsschulden inflationär wirkt, werden wir auch in den nächsten Jahren mit weiter fallenden Realzinsen konfrontiert sein. Die Richtung für den Goldpreis dürfte damit geklärt sein.



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Grafik 5 - Wachstumsrate Geldmenge M2 US

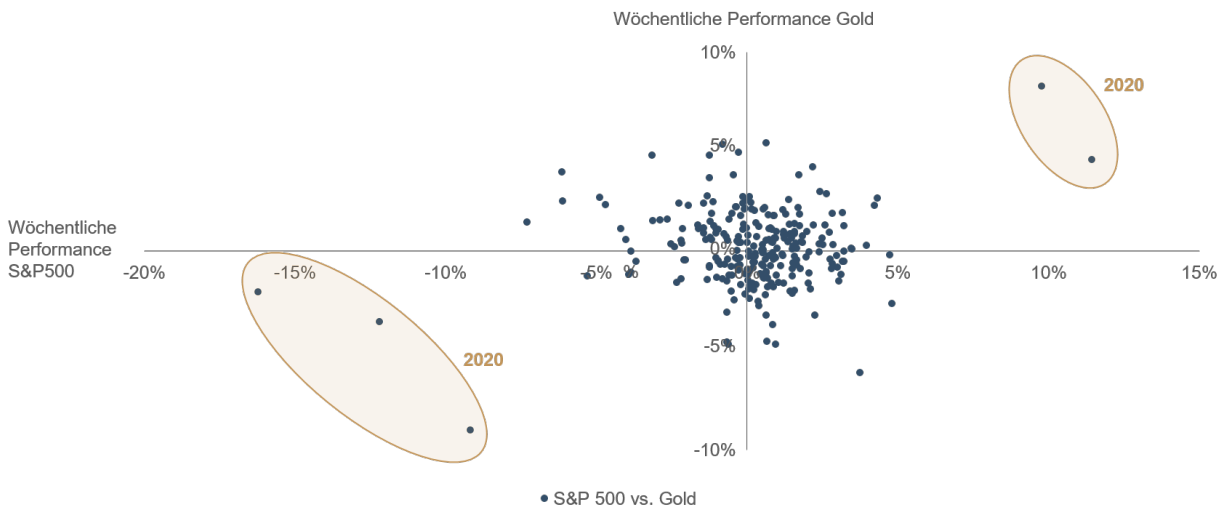
Bezüglich des absoluten Preisniveaus ist eine Aussage jedoch um einiges schwieriger. Berücksichtigt man, dass sich die angesprochenen Entwicklungen in der Regel über einen längeren Zeitraum hinweg vollziehen und der Goldpreis aufgrund der massiven monetären Maßnahmen rund um den Globus gerade erst vor kurzem ein neues Allzeithoch markiert hat, dann sind auch deutlich höhere Kursziele denkbar. Die nächste Grafik zeigt zwei Sachen recht deutlich. Einerseits hat es auch bei den letzten sogenannten „Bullruns“ des Goldes zwischenzeitliche Korrekturen von 25 % und mehr gegeben, und andererseits konnte sich der Goldpreis selbst nach Überwinden einer langjährigen Rekordmarkierung immer noch verdoppeln, wenn nicht sogar verdreifachen. Damit sollen natürlich nicht derartige Preisziele postuliert werden. Es gilt vielmehr aufzuzeigen, dass der Preis des Goldes weiter steigen kann, als man es heute für möglich hält. Dies gilt insbesondere dann, wenn es tatsächlich zu einer sehr starken Inflation kommen sollte.



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Grafik 6 - Goldpreis in USD

Für die Asset Allokation unserer Mischfonds im Speziellen, aber auch für den Investor im Allgemeinen können daraus direkte Ableitungen getroffen werden. Mit einer klaren Meinung zum Realzins muss eine der Risikobereitschaft angepasste Goldposition Teil der Asset Allokation sein. Die Feststellung, dass gerade in der letzten Zeit eine hohe Korrelation zwischen Aktien- und Goldpreis zu beobachten war und dementsprechend der gewünschte Diversifikationseffekt leidet, ist kurzfristig zwar nicht unkritisch, langfristig aber nicht relevant. Grundsätzlich ist festzuhalten, dass natürlich beide Assetklassen massiv vom gefallenem Zins im letzten Jahr profitiert haben. Dieser Gleichlauf spiegelt sich insbesondere in der Gegenüberstellung der jeweiligen wöchentlichen Returns über die letzten fünf Jahre wieder (Siehe Grafik 7).



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Grafik 7 – Punktdiagramm wöchentliche Rendite S&P500 vs. Gold

Während über den Gesamtzeitraum kein signifikanter Zusammenhang vorliegt, weisen die Punkte an den jeweiligen Rändern, die allesamt in 2020 entstanden sind, schon eine hohe Korrelation auf. Diese Entwicklung stellt aber nicht die Regel dar und kann nicht eins zu eins fortgeschrieben werden. Insbesondere wenn es zu dem bereits angedeuteten Szenario einer stark steigenden Inflation – die nicht vorhersehbar ist – kommt, wird sich Gold nachhaltig anders entwickeln als Aktien. Das Gleiche gilt für ein Umfeld fallender Aktienkurse, wenn dies nicht durch eine Zinsbewegung induziert ist. Für diese Fälle braucht man Gold zusätzlich zu oder sogar statt Aktien.

Womit sich in Bezug auf die Kapitalanlage der Kreis zum Ausgangszitat von Goethe schließt: Aktuell hängt doch alles am Gold. Abschließend bleibt noch zu erwähnen, dass selbst die Amerikaner es einst auf eine ihrer Dollarnoten, den sogenannten Gold Certificates, gedruckt hatten: „... in gold coin payable to the bearer on demand.“ Diese Zeiten sind natürlich lange vorbei, und statt des möglichen

Eintausches in Gold wird heute an der gleichen Stelle prominent auf etwas Anderes verwiesen. Dies zu kommentieren obliegt mir nicht.

<sup>1</sup> World Gold Council, [www.gold.org](http://www.gold.org) [30.09.2020]

<sup>2</sup> Vereinfacht gesprochen, ist damit der um die Inflation bereinigte nominale Zins gemeint.

---

Autor:



**Michael Blümke, CFA, CAIA**  
**SENIOR PORTFOLIO MANAGER**

# Positionierung der Ethna Fonds

## Ethna-DEFENSIV

Das makroökonomische Umfeld für den Euroraum bleibt gemischt. Während der Einkaufsmangerindex für das verarbeitende Gewerbe im September um 2 Punkte auf 53,7 angestiegen ist, fielen die Zahlen für den Dienstleistungssektor mit einem Rückgang von 3 Punkten auf 47,6 überraschend schwach aus. Die zunehmende Divergenz zwischen Industrie- und Dienstleistungssektor spiegelt die wieder aufflammende Verunsicherung sowie Sorgen über die Folgen einer zweiten Corona-Infektionswelle wider. In den USA stand zuletzt das TV-Duell zwischen US-Präsident Donald Trump und seinem Herausforderer Joe Biden im Vordergrund, welches von der überwältigenden Mehrheit der Beobachter als chaotische und oftmals unter der Gürtellinie geführte Debatte bezeichnet wurde. Des Weiteren wird die bereits im Vorfeld angekündigte Anfechtung des Wahlergebnisses die Märkte auch über den 3. November hinaus auf Trab halten. Wir erwarten, dass das reale BIP das Vorkrisenniveau nicht vor 2022 erreichen wird.

Unternehmensanleihen sind trotz Verlusten an den Aktienmärkten stabil geblieben. Wir gehen davon aus, dass Neuemissionen von Unternehmensseite in den kommenden Wochen deutlich zurückgehen werden, da sich die Unternehmen zum einen in den letzten Monaten mit ausreichend Liquidität eindecken konnten und zum anderen vermeiden werden, in die Unsicherheit der US-Wahlen zu emittieren. Erwartungsgemäß wird der Großteil der Neuemissionen nach der Sommerpause von Staaten und sogenannten Supranationals kommen, also von überstaatlichen Organisationen wie der KfW oder der Europäischen Investitionsbank. Die öffentlichen Defizite sind infolge der Corona-Krise und der daraus resultierenden Aufbauprogramme zwar stark angestiegen; die Staaten müssen aber wegen des gesunkenen Zinsniveaus und der Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank sogar weniger Zinsen zahlen als vor der Krise. Zehnjährige italienische Staatsanleihen rentieren mit 0,86 % so niedrig wie schon lange nicht mehr und nahe am Allzeittief von 0,76 %. Gleichzeitig ist die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen unter der Marke von -0,5 % wie festgenagelt. Die Aussagen der Präsidentin der Europäischen Zentralbank Christine Lagarde vor dem Europäischen Parlament dürften dabei leicht stützend gewirkt haben. Sie machte deutlich, dass die Notenbanker geldpolitisch nachlegen werden, sollten es die ökonomischen Perspektiven erfordern.

Sogenannte „grüne“ Anleihen erfreuten sich zuletzt zunehmender Beliebtheit. Im laufenden Jahr wurden rund 150 Mrd. Euro an grünen Anleihen begeben. Das verwundert angesichts des weltweit zunehmenden ökologischen Bewusstseins kaum. Aber auch aus Unternehmenssicht macht die Emission nachhaltiger Anleihen durchaus Sinn, da mit ihnen aufgrund der hohen Nachfrage oftmals günstiger refinanziert werden kann als mit konventionellen Anleihen. Erst im September hat die Bundesrepublik Deutschland als „AAA“-Emittent mit einer grünen Bundesanleihe mit einem Volumen von 6 Mrd. Euro erstmals den grünen Anleihenmarkt betreten. Jetzt folgte kurz darauf der EU-Wiederaufbaufonds mit der Ankündigung, rund 225 Mrd. Euro des Emissionsvolumens in nachhaltige Projekte fließen zu lassen. Somit steigt die EU mit einem Schlag zum größten Emittenten von grünen Anleihen auf, was sicherlich Vorbildcharakter haben wird und weitere Emittenten überzeugen wird. Auch wir haben uns im September vermehrt an der Neuemission grüner Anleihen beteiligt. Dies hat nicht nur rein ökologische Gründe, denn erste Studien haben gezeigt, dass nachhaltige Anleihen insbesondere in volatilen Marktphasen besser abschneiden als ihre nicht-nachhaltigen Pendanten (siehe beispielsweise Roncagli et al. (2020): <https://www.portfolio-institutionell.de/der-performancebeitrag-von-esg-in-corporate-bond-portfolios/>). Im abgelaufenen Monat haben wir uns unter anderem mit 1 Million Euro an der Neuemission von Chanel beteiligt, deren Rendite an Nachhaltigkeitsziele gebunden ist und deren Nennwert bei Nichterfüllung mit einem Aufschlag zurückgezahlt werden muss. Ein weiteres Beispiel stellt die Beteiligung an der grünen Verizon-Anleihe dar, deren Erlöse den Bau von Solar- und Windkraftanlagen unterstützen sollen.

Der Ethna-DEFENSIV (T-Klasse) hat im September nur minimal um 0,09 % abgeben müssen und ist damit seit Jahresbeginn positiv bei 1,24 %. Unternehmensanleihen haben leicht positiv zur monatlichen Performance beigetragen, obwohl gerade zum Ende des Monats die Risikoprämien erstmalig seit langem wieder leicht angestiegen sind. Allerdings hat der Goldpreis zuletzt aufgrund der zumindest temporären US-Dollar Stärke und sich seitwärts bewegender Realzinsen nachgegeben und letztlich zur minimal negativen Monatsperformance geführt. Wir haben bereits frühzeitig auf die Schwäche des Goldpreises reagiert und die Position im Monatsverlauf von 10 % auf 4 % reduziert und dementsprechend die Cash-Quote erhöht. Der Ethna-DEFENSIV hat letztlich erneut durch eine stabile Performance überzeugt und sich rechtzeitig an die veränderten Rahmenbedingungen angepasst. Mit einer durchschnittlichen Rendite von 2,5 % kann das Anleiheportfolio auch in Zukunft stabile positive Erträge abwerfen. Und allen Rufen der TINA-Anhänger (There Is No Alternative (to Equities)) wollen wir entgegen, dass es immer eine Alternative gibt. Und diese heißt im Fall des Ethna-DEFENSIV der Verzicht auf eine unsichere Aktienrendite mit der Aussicht auf niedrige aber stabile Erträge in einem auf Anleihen fokussierten Produkt. Die konservative Ausrichtung des Ethna-DEFENSIV bietet insbesondere in Hinblick auf die Risiken im Zusammenhang mit den US-Wahlen eine echte Alternative zu Aktien. Gleichzeitig werden wir – sobald sich Opportunitäten am Anleihenmarkt bieten – die gestiegene Cash-Quote nutzen, um das Geld ans Arbeiten zu bringen. Weitere Performancechancen sehen wir aktuell unverändert, wenn auch etwas abgemildert in unserer Goldposition und der Schweizer-Franken-Position.

## Ethna-AKTIV

Es gibt sie doch noch die zwischenzeitlich für die Mega-Techwerte ausgeschlossene Schwerkraft. Nachdem es für deren Kursentwicklung monatelang nur eine Richtung gab, konnte im September die erste nennenswerte Korrektur seit den März tiefstständen beobachtet werden. Auf der Suche nach möglichen Begründungen werden neben hoher Bewertung, ansteigenden COVID-19-Infektionen und weiter zunehmenden Spannungen zwischen den USA und China viele Punkte angeführt. Ehrlicherweise treffen aber alle diese Argumente bereits seit geraumer Zeit zu. Vielleicht muss man einfach anerkennen, dass es auch hier einer Phase der Konsolidierung bedurfte, die jetzt eingetreten ist. Relativ kongruent verläuft diese Korrektur mit einem wieder fester notierenden USD, bei dem sich die Frage stellt, ob damit die Phase der Dollarschwäche bereits beendet ist. Wir sind uns diesbezüglich nicht sicher und haben dementsprechend auch keine Position. Bemerkenswert ist, dass sich der Rest des Aktien- und insbesondere des Anleihenmarktes relativ ruhig verhielt. Zumindest der europäische Anleihsenktor wurde durch einen Rückgang der Bundrendite um ca. 15 Basispunkte unterstützt. Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe fiel dagegen nur um 5 Basispunkte. Nicht wirklich geholfen haben die Aussagen des amerikanischen Notenbankchefs – weder die bei der turnusmäßigen Sitzung noch die vor dem Kongressausschuss. Sein Appell, dass die Auswirkungen der COVID-19-Krise noch nicht überstanden seien und es dringend weiterer Fiskalmaßnahmen bedürfe, trug zusätzlich zur Verunsicherung bei. Doch gerade die politische Einigung bezüglich dieses zweiten Fiskalpakets schreitet nicht voran und wurde zusätzlich erschwert durch die kurzfristige Nachnominierung einer erzkonservativen Richterin für den obersten Gerichtshof durch die Republikaner. Ein Schelm, der Böses dabei denkt, wenn ein amerikanischer Präsident, der schon Wochen vor der Wahl öffentlich die Rechtmäßigkeit derselben aufgrund einer hohen Briefwahlquote anzweifelt, das zuständige Gericht noch schnell vor der Wahl in seinem Sinne besetzen will. Wenn aus dem chaotischen ersten TV-Duell zwischen Präsident Trump und seinem Herausforderer Biden eines klar wird, dann dass nicht nur die nächsten Wochen von einiger Unsicherheit um die Wahl beherrscht werden, sondern dass diese wahrscheinlich auch nicht sofort mit dem Tag des Umenganges beseitigt sein wird. Ähnliche Unruhe wird übrigens auch in Europa durch die finale Phase der Brexit-Verhandlungen und wieder aufkeimende Zweifel an der Umsetzung des europäischen Fiskalpakets geschürt.

Vor diesem Hintergrund haben wir im Laufe des Monats die Cash-Quote weiter erhöht. Dies geschah einerseits über die fortgesetzte Reduktion des Anleihenportfolios und andererseits durch eine Halbierung unseres Goldbestandes auf 5 %. Langfristig sind wir weiterhin positiv für das Edelmetall (siehe Markkommentar), kurzfristig besteht jedoch sowohl weiteres Rückschlagpotenzial als auch eine sehr hohe Korrelation zum Aktienrisiko. Bei den Aktien selber wird zum Monatsende fast dieselbe Quote ausgewiesen wie zu Beginn. Dass in der Zwischenzeit über Future-Positionen sowohl Anpassungen nach oben als auch nach unten vorgenommen wurden, ist dadurch nicht ersichtlich, aber Ausdruck unseres taktisch flexiblen Ansatzes. Keine Änderung war bei der Position im Schweizer Franken notwendig. Die im Sinne einer europäischen Integration positiv zu wertende Ablehnung des Immigrationsreferendums in der Schweiz war Voraussetzung für ein Festhalten an dieser Position.

## Ethna-DYNAMISCH

Im Kontext des Niedrig-/Null-/Negativzinsumfeldes und der überbordenden Liquidität seitens der Notenbanken steht die Aktie als ebenso intelligentes wie produktives Realinvestment im Zentrum unserer Allokation. Wie im letzten Monatsbericht plastisch beschrieben, waren über den Sommer hinweg (vor allem wachstumsstarke) Teile des Aktienmarktes von einer gewissen Anlegereuphorie erfasst worden und aus fundamentaler Perspektive schlichtweg zu weit gelaufen. Eine Korrektur dieser Entwicklung schien unausweichlich und hat im September eingesetzt. Angesichts der steigenden COVID-19-Infektionszahlen und einer auf die Zielgerade abbiegenden US-Präsidentschaftswahl dürfte uns die zuletzt erhöhte Schwankungsbreite an den globalen Aktienmärkten auch im Oktober weiterhin beschäftigen. Nichtsdestotrotz boten bereits die mitunter drastischen Kursrückschläge im September ein sehr attraktives Umfeld zum Aufstocken der Aktienquote. Dieses Umfeld haben wir systematisch genutzt, um einerseits ausgewählte Einzelaktienpositionen weiter aufzustocken, insbesondere aber um die vorhandenen Absicherungen im Monatsverlauf deutlich zu reduzieren. So stieg die Brutto-Aktienquote zum Monatsultimo auf 70 % (vs. 67 % im Vormonat) und die Netto-Aktienquote auf 63 % (vs. 43 % zuvor).

Während es im Monatsverlauf keine nennenswerten Anpassungen außerhalb des Aktienportfolios gab, haben wir an einem der vielen aktuellen Börsengänge teilgenommen und die britische The Hut Group (THG) in das Portfolio aufgenommen. THG ist ein Unternehmen mit rund 1 Milliarde GBP Umsatz, welcher sich weitestgehend aus zwei spezialisierten Onlineshops – Lookfantastic (Schönheitspflege) und Myprotein (Sportlernahrung und Vitamine) – sowie aus dem aufstrebenden E-Commerce-Plattformunternehmen Ingenuity speist. Wie die meisten technologiebezogenen Börsengänge war auch THG stark überzeichnet, was zu einer relativ kleinen Position von nur 0,5 % führte. Aufgrund eines Gewinns von bereits 25 % am ersten Handelstag werden wir das Investment in naher Zukunft wahrscheinlich nicht zu einer vollen Position ausbauen, sondern den Gewinn im Falle einer weiteren kurzfristigen Kurssteigerung realisieren.

*„Schlechte Unternehmen gehen in Krisen unter, gute Unternehmen überleben sie, großartige Unternehmen gehen gestärkt aus ihnen hervor.“*

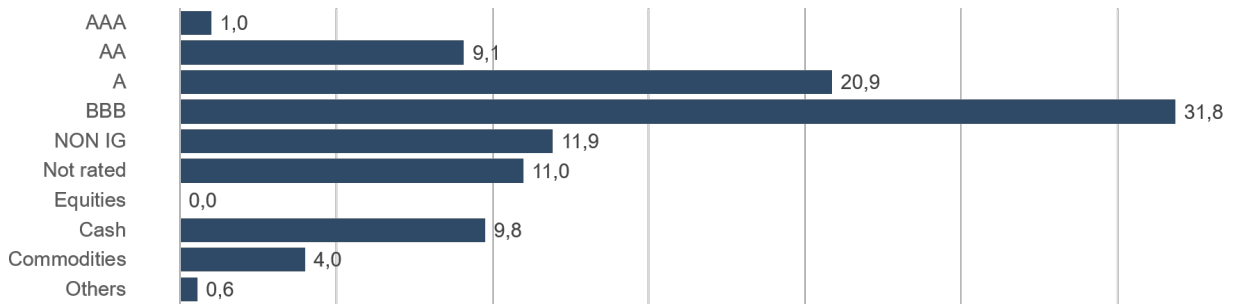
Dieses Zitat von Andrew Grove, Mitarbeiter Nummer 3 und langjähriger CEO von Intel, stammt aus dem Jahre 1994. In den vergangenen Jahrzehnten hat es nichts von seiner Aktualität verloren. Bei aller Einzigartigkeit der gegenwärtigen Situation – die obige Aussage wird auch in dieser Krise gelten! Die Qualität der Unternehmen und ihrer Geschäftsmodelle steht daher für uns weiterhin uneingeschränkt im Fokus der Selektion. Dementsprechend bilden die Aktien großartiger Unternehmen den Kern des Ethna-DYNAMISCH. Ungeachtet der weiteren kurzfristigen Verwerfungen und Entwicklungen ist damit ein solides Fundament für die nächsten Monate vorhanden. Ergänzt um



ein mehrschichtiges System von Absicherungsbausteinen, das tendenziell antizyklisch den volatilen Charakter der Aktienmärkte zu nutzen und glätten versucht, ist der Fonds weiterhin mit dem passenden Rüstzeug zum Bestreiten der Krise ausgestattet.

## Ethna-DEFENSIV

% of Total NAV

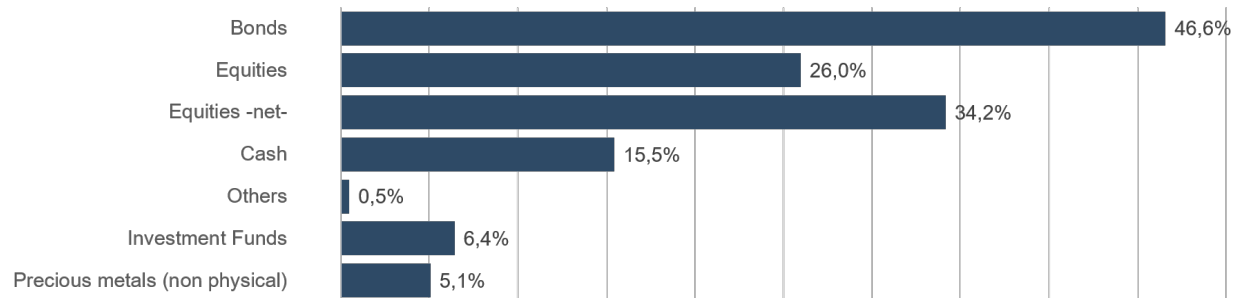


Source: ETHENEA

Grafik 8: Portfoliostruktur\* des Ethna-DEFENSIV

## Ethna-AKTIV

% of Total NAV

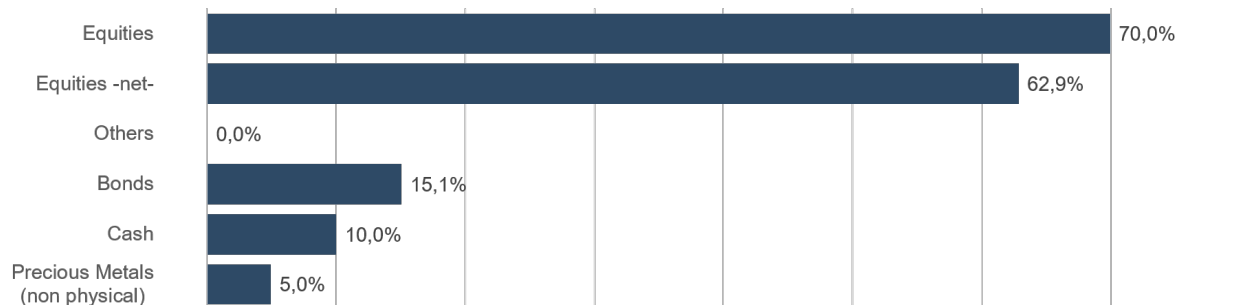


Source: ETHENEA

Grafik 9: Portfoliostruktur\* des Ethna-AKTIV

## Ethna-DYNAMISCH

% of Total NAV

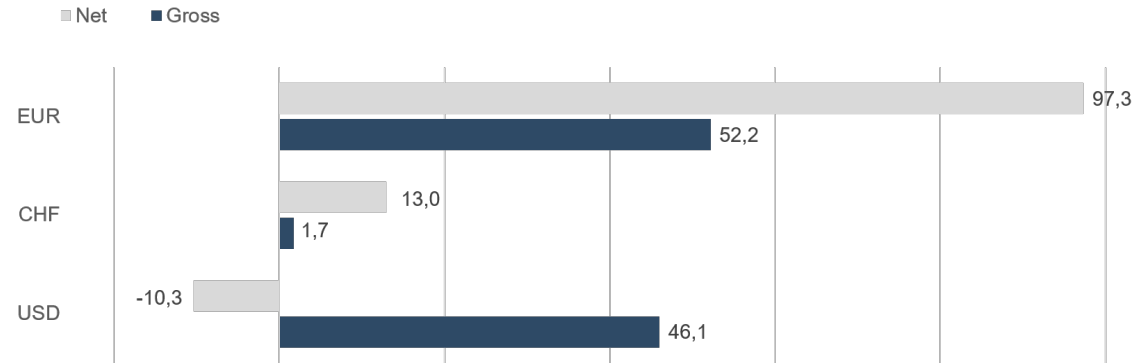


Source: ETHENEA

Grafik 10: Portfoliostruktur\* des Ethna-DYNAMISCH

## Ethna-DEFENSIV

% of Total NAV

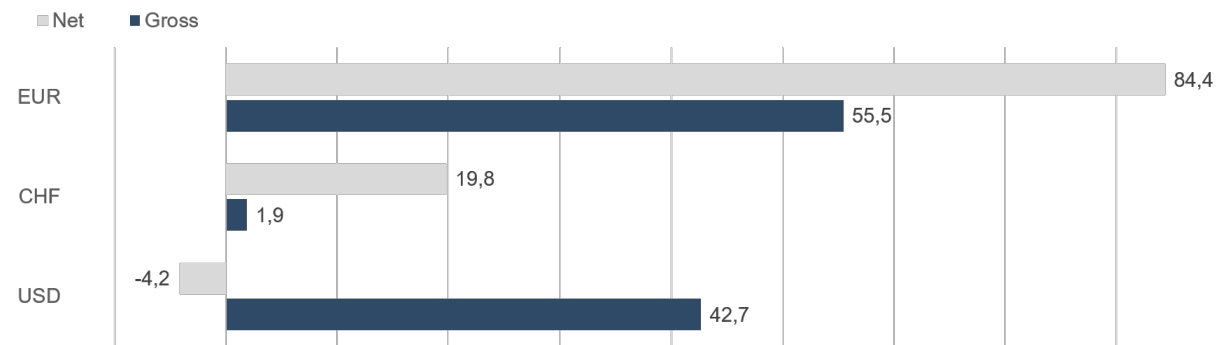


Source: ETHENEA

Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Währung

## Ethna-AKTIV

% of Total NAV

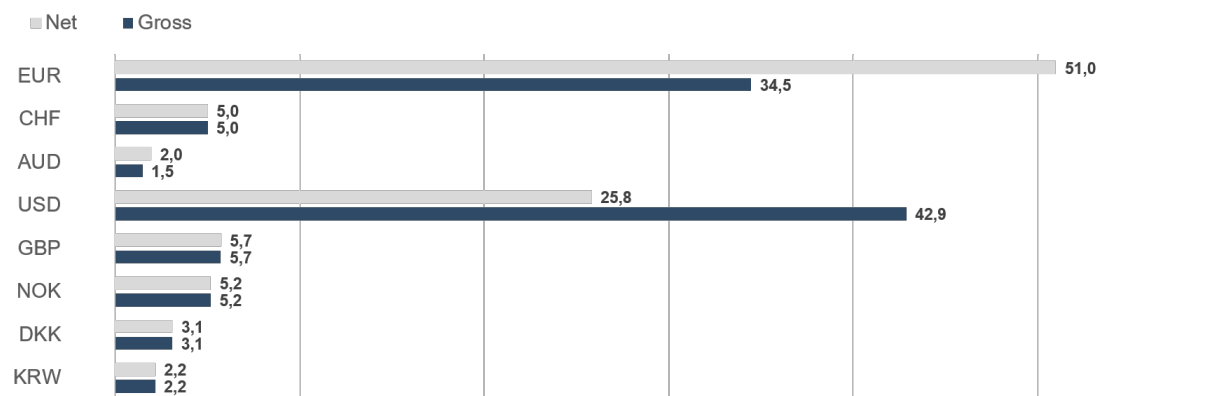


Source: ETHENEA

Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Währung

## Ethna-DYNAMISCH

% of Total NAV



Source: ETHENEA

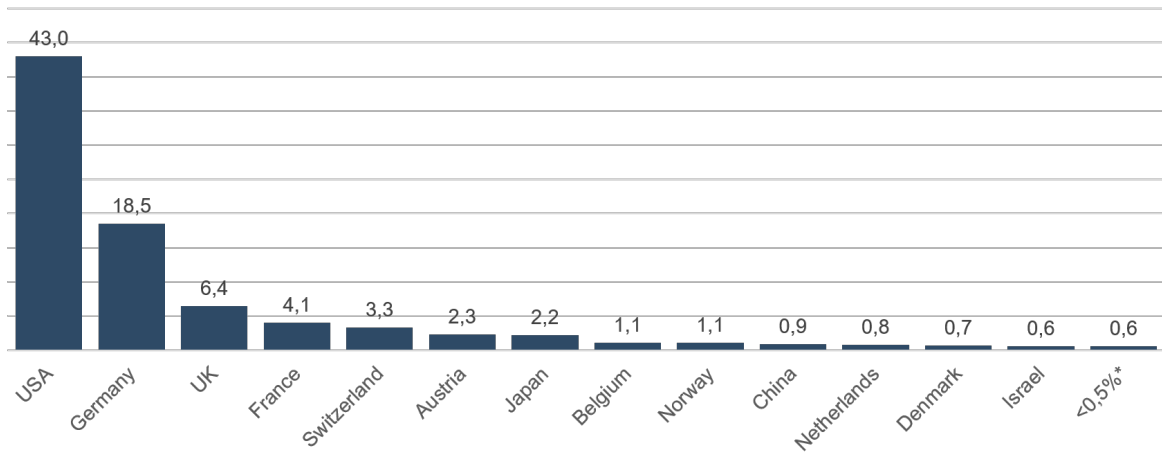
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Währung

## Ethna-DEFENSIV

% of Total NAV

\* Including 3 other countries

■ Bonds ■ Equities



Source: ETHENEA

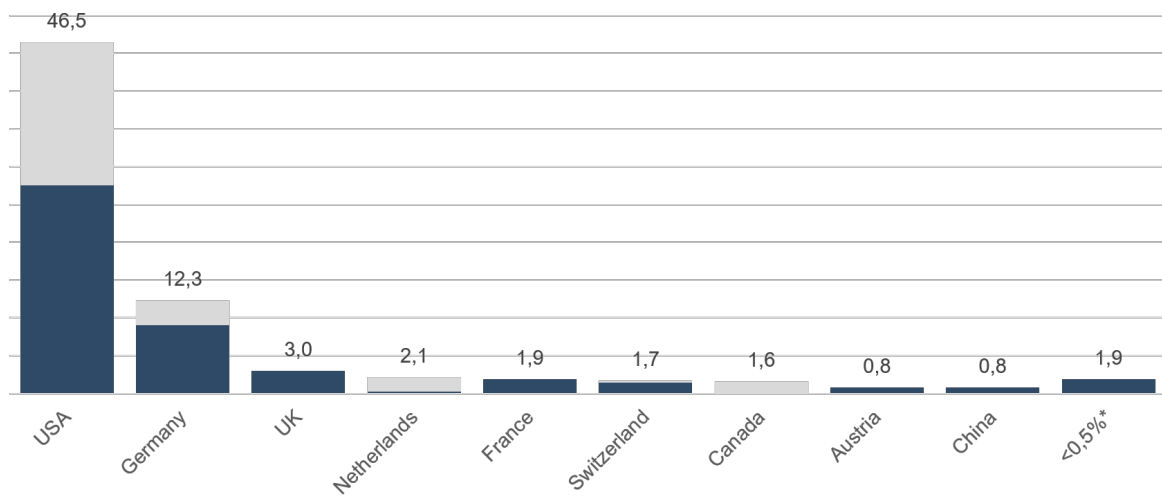
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft

## Ethna-AKTIV

% of Total NAV

\* Including 11 other countries

■ Bonds ■ Equities



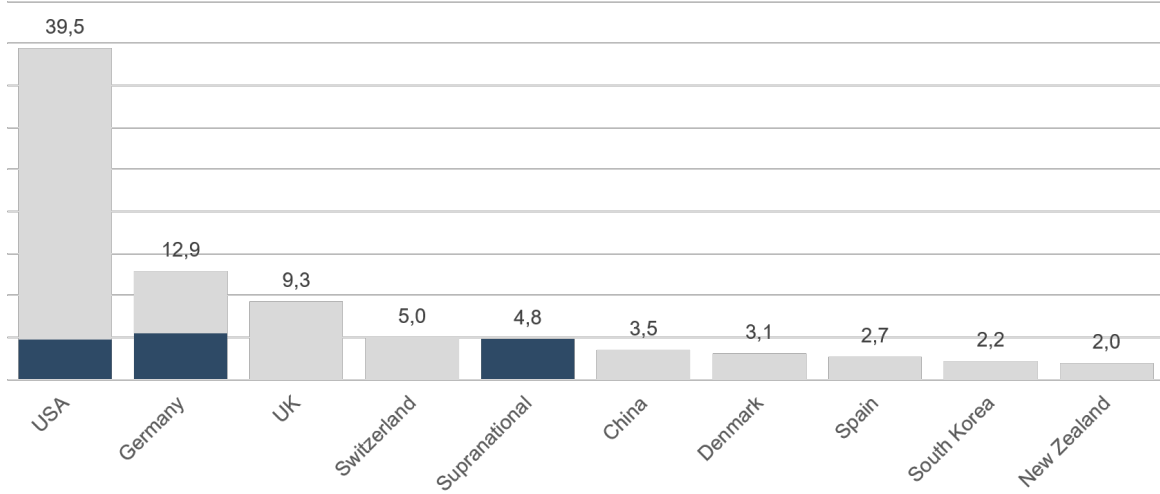
Source: ETHENEA

Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft

# Ethna-DYNAMISCH

% of Total NAV

■ Bonds ■ Equities



Source: ETHENEA

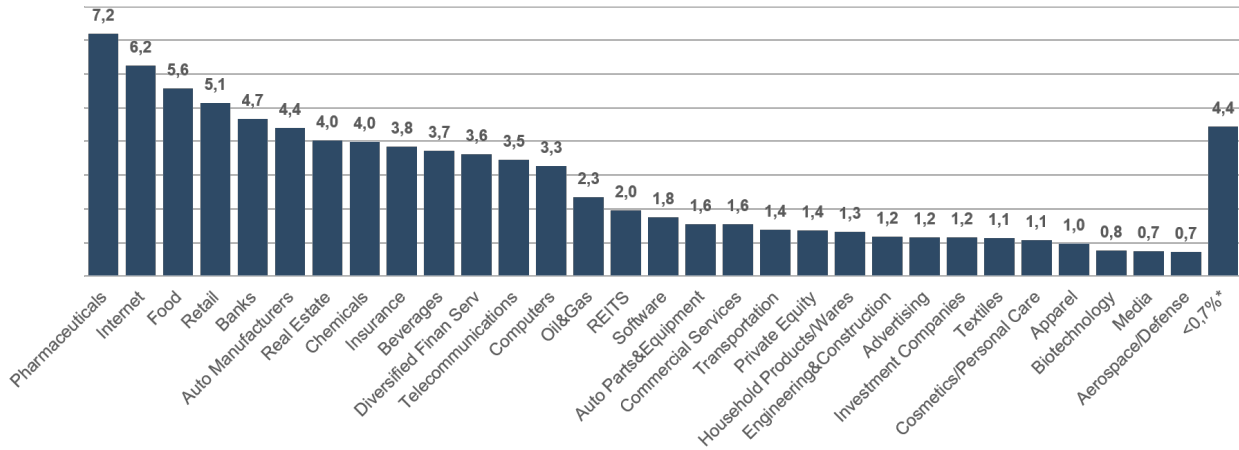
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft

# Ethna-DEFENSIV

% of Total NAV

\* Including 13 other sectors

■ Bonds ■ Equities



Source: ETHENEA

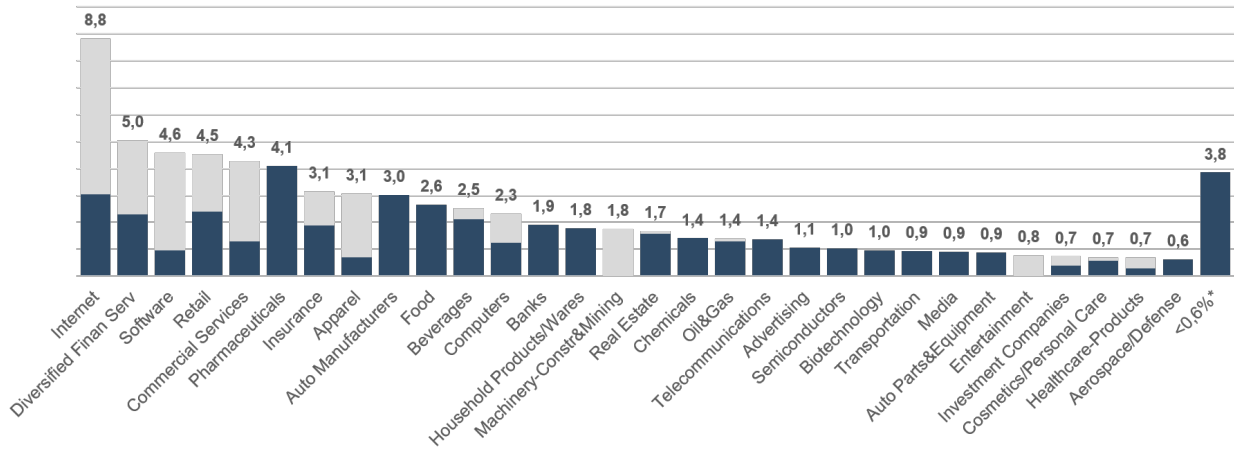
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Branche

# Ethna-AKTIV

% of Total NAV

\* Including 18 other sectors

■ Bonds ■ Equities



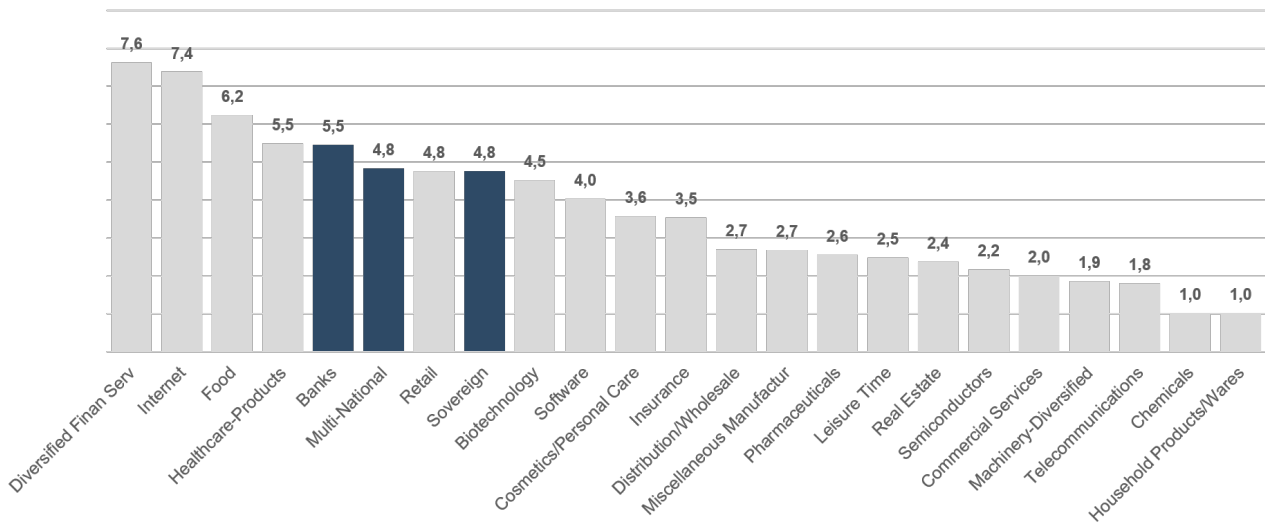
Source: ETHENEA

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

# Ethna-DYNAMISCH

% of Total NAV

■ Bonds ■ Equities



Source: ETHENEA

Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Emittenten-Branche

\* „Cash“ umfasst Termineinlagen, Tagesgeld und Kontokorrentkonten/sonstige Konten. „Equities net“ umfasst Direktinvestitionen und das aus Aktienderivaten resultierende Exposure.

Please contact us at any time if you have questions or suggestions.

ETHENEA Independent Investors S.A.

16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach

Phone +352 276 921-0 · Fax +352 276 921-1099

info@ethenea.com · ethenea.com

Die in diesem Marktkommentar beschriebenen Investmentfonds sind luxemburgische Investmentfonds (Fonds Commun de Placement), die in Übereinstimmung mit Teil I des luxemburgischen Gesetzes vom 17. Dezember 2010 über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (das „Gesetz vom 17. Dezember 2010“) auf unbestimmte Zeit gegründet wurden. Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, 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. Die Verkaufsunterlagen stehen auf der Website [www.ethenea.com](http://www.ethenea.com) kostenlos zur Verfügung. Darüber hinaus erhalten Sie die Verkaufsunterlagen auch direkt bei der Fondsverwaltungsgesellschaft ETHENEA Independent Investors S.A., 16 rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach. Alle hier veröffentlichten Informationen stellen eine reine Produktbeschreibung dar. Sie stellen keine Anlageberatung, kein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über die Bereitstellung von Beratung oder von Informationen und keine Aufforderung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert, zusammengestellt und geprüft. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Alle hier veröffentlichten Angaben gelten ausschließlich der Produktbeschreibung, stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot des 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. Bei den Angaben handelt es sich um Vergangenheitsdaten, die keinen Indikator für zukünftige Entwicklungen darstellen. Die Verwaltungs- und Depotbankvergütung sowie alle sonstigen Kosten, die dem Fonds gemäß den Vertragsbestimmungen belastet wurden, sind in der Berechnung enthalten. Die Wertentwicklungsberechnung erfolgt nach der BVI-Methode, d. h. ein Ausgabeaufschlag, Transaktionskosten (wie Ordergebühren und Maklercourtage) sowie Depot- und andere Verwaltungsgebühren sind in der Berechnung nicht enthalten. Das Anlageergebnis würde unter Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages geringer ausfallen. Die angegebenen Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Munsbach, 02.10.2020