



MARKTKOMMENTAR



Reggae – made in Germany?

Es wird spannend in Deutschland: Die Wahl hat ergeben, dass zukünftig 7 Parteien im Parlament vertreten sein werden und es am wahrscheinlichsten ist, dass eine Jamaika-Koalition regieren wird. Auch wenn die Märkte kaum auf den Ausgang der Bundestagswahl reagiert haben, ist eine schnelle Regierungsbildung besonders wichtig, da Deutschland als das Schwergewicht in Europa eine tragende Rolle für die weitere europäische Integration und Zusammenhalt spielt.



Inhalt >>

Ausgabe vom 30. September 2017

- >> [Reggae – made in Germany?](#)
- >> [Makroökonomischer Ausblick](#)
- >> [Positionierung der Ethna Funds](#)



Reggae – made in Germany?

Es wird spannend in Deutschland: Die Wahl hat ergeben, dass zukünftig 7 Parteien im Parlament vertreten sein werden und es am wahrscheinlichsten ist, dass eine Jamaika-Koalition regieren wird. Auch wenn die Märkte kaum auf den Ausgang der Bundestagswahl reagiert haben, ist eine schnelle Regierungsbildung besonders wichtig, da Deutschland als das Schwergewicht in Europa eine tragende Rolle für die weitere europäische Integration und Zusammenhalt spielt.

Reggae kommt ja ursprünglich aus Jamaika. In Deutschland hört man eher *Helene Fischer* als Reggae, wie etwa von *Seeed*, wobei mir persönlich *Atemlos* weniger gut gefällt als *Augenbling*. Aber damit gehöre ich in Deutschland sicherlich nicht zur Mehrheit. Kommerziell erfolgreicher war dann eher *Peter Fox*, der Leadsänger von *Seeed*, der mit seinen Solotiteln *Haus am See* oder *Stadtaffe* auch in die Hitparaden kam. Aber Volksmusik bleibt der Umsatzbringer. Wir Deutschen sind nun mal in der breiten Masse ein konservativer Haufen, der eher auf *Dicke-Backen-Musik* steht.

Das Ergebnis der Bundestagswahl ist also ein 7-Parteien Parlament – quasi italienische Verhältnisse. So etwas gab es in Deutschland das letzte Mal in der Legislaturperiode von 1953-1957. Hierzulande mag man es eigentlich etwas übersichtlicher, aber wir können und werden nicht so oft wählen, bis das Ergebnis allen genehm ist. Die Politiker müssen aus dem Ergebnis eine stabile Regierung basteln. Die Unionsparteien haben mit ihrem Ergebnis von 32,9% die Legitimation für die Bildung einer Koalition erhalten. Da sich die zweitstärkste Partei, die SPD (20,5%), komplett aus der Verantwortung

gestohlen hat und sich entgegen dem Wählerwillen bislang Koalitionsverhandlungen verweigert, ergibt sich theoretisch nur noch eine sogenannte Jamaika-Koalition aus CDU, CSU, FDP und Grünen. Das ist auf kommunaler Ebene nicht unüblich, wurde aber auf Landesebene nur zweimal probiert (Saarland und Schleswig-Holstein) und wäre auf Bundesebene eine Neuheit. Und es gibt sicherlich gute Gründe, warum dieser Versuch bisher nicht unternommen wurde. Die Diskrepanzen zwischen den Wahlversprechen von CSU und Grünen ebenso wie zwischen denen von FDP und Grünen scheinen zum Teil schier unüberwindbar. Für mich ist es nur schwer vorstellbar, dass hier wirklich ein umsetzbarer Koalitionsvertrag entstehen kann, in dem man die wichtigen Aussagen aller Parteien wiederfindet. Und nur dann wäre dieser Vertrag gegenüber Parteibasis und Wählern vertretbar. Aber das ist wohl eher eine politische Diskussion, die nicht in einen Marktkommentar gehört. Wir sind davon überzeugt, dass wir vor Jahresende eine funktionierende Regierung bekommen werden, und dann kommt es letztendlich nicht mehr darauf an, ob es ein Jamaika-Bündnis oder doch wieder eine große Koalition aus Union und SPD wird.

Allerdings ist das europäische Schwergewicht Deutschland nun erst einmal mit eigenen Problemen beschäftigt und steht Europa für geraume Zeit nicht als einigende Kraft zur Verfügung.

Zwar haben die Niederlande seit ihrer Wahl am 15. März 2017 immer noch keine Regierung bilden können, und Belgien hat 541 Tage dafür benötigt, aber Deutschland hat nun einmal, gerade in Zusammenarbeit mit Frankreich, eine größere Bedeutung – ohne den Belgiern oder Niederländern zu nahe treten zu wollen. Mehr europäische Integration und Zusammenarbeit im Sinne der aktuellen Vorschläge von Frankreichs Präsident Macron sind nur gemeinsam mit Deutschland vorstellbar. Wir vermuten daher, dass es zu einer (vorübergehenden) Euroschwäche kommen wird, was sich am handlungsgewichteten Euro bereits ablesen lässt (Grafik 1).

Bei seiner beständigen Aufwertung gegenüber dem USD (siehe Marktkommentar September 2017) hat der Euro derzeit eine Pause eingelegt (Grafik 2). Denn Präsident Trump, der dringend einen Erfolg braucht, stellte in der letzten Septemberwoche seine lang erwartete *großartige* Steuerreform vor. Mit einem relativ überschaubaren Aufwand lässt sich schnell feststellen, dass es sich hier weniger um eine Reform, als vielmehr um Steuersenkungen für Unternehmen und Wohlhabende handelt, zu deren Gegenfinanzierung jeglicher Hinweis fehlt. *Deficit spending* dürfte aber bei der zurzeit übermäßigen Staatsverschuldung wohl kaum das richtige Konzept sein, mit dem sich die Mehrheit im Kongress überzeugen ließe. Wir gehen daher weiterhin davon aus, dass die Greenback-Schwäche auch wieder Fahrt aufnehmen wird und wir uns im Moment nur in einer Zwischenphase befinden. Abgesehen von den Renditen auf griechische Staatsanleihen



Grafik 1: Verlauf des handlungsgewichteten EUR



Grafik 2: Verlauf von EUR/USD

hat der übrige Markt, ob Aktien oder Renten, kaum auf die Bundestagswahl reagiert. Denn letztendlich sind die Maßnahmen und Äußerungen der Notenbanken dann doch von größerer Bedeutung für die Kapitalmärkte. Darauf geht unser Chefökonom Yves Longchamp auf den folgenden Seiten ein.

Autoren >>

Guido Barthels
 Portfoliomanager
 ETHENEA Independent
 Investors S.A.

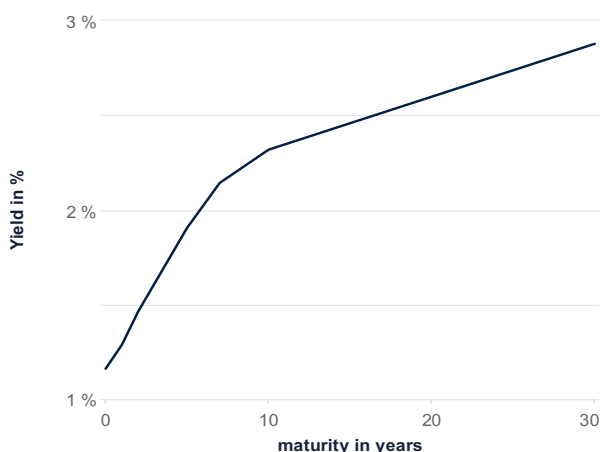
Yves Longchamp, CFA
 Head of Research
 ETHENEA Independent
 Investors (Schweiz) AG

Makroökonomischer Ausblick >>

Die Zinskurve

James Carville, der Chefstrategie Bill Clintons im US-Präsidentenwahlkampf 1992, sagte einmal: „Im Falle einer Wiedergeburt wollte ich immer als Präsident, Papst oder Baseball-Star auf die Welt kommen. Inzwischen wäre ich lieber der Anleihenmarkt: Dann könnte ich jedermann einschüchtern.“ Wir befinden uns in einer Phase der geldpolitischen Normalisierung, in der die Zentralbanken ihre Anleihenkäufe drosseln und sogar ihre Bilanzen reduzieren. Diese Gelegenheit wollen wir nutzen, um die Geheimnisse der Zinskurve zu lüften. Was genau drückt die Kurve aus? Ist sie überhaupt sinnvoll? Sind die Zinsen angesichts der robusten Konjunktur zu niedrig? Oder sind sie mit Blick auf die Staatsverschuldung zu hoch?

Wenn wir von der Zinskurve sprechen, meinen wir die Kurve für Staatsanleihen. Wie die nachstehende Grafik verdeutlicht, zeigt diese Kurve die Zinssätze, die eine Regierung auf Schuldtitel unterschiedlicher Laufzeiten zahlt (Grafik 3). Da die Zinskurve die risikofreien Zinssätze für unterschiedliche Laufzeiten abbildet, dient sie Anlegern als Grundpfeiler der Bewertung und Preisbildung von Vermögenswerten.



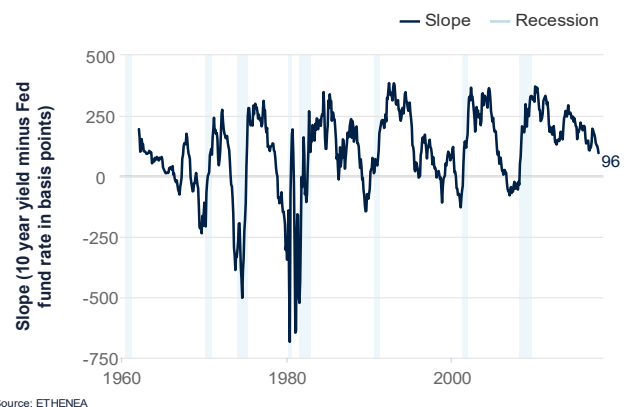
Source: ETHENEA

Grafik 3: Zinskurve für US-Staatsanleihen per 29. September 2017

Erwartungstheorie

Nach der vorherrschenden Meinung liefert die Zinskurve Informationen zur erwarteten Entwicklung der kurzfristigen Zinsen (Geldpolitik) sowie zu einem recht obskuren Faktor, der sogenannten Liquiditätsprämie. Die *Neigung* der Kurve, die sich im Wesentlichen aus der Differenz zwischen den kurzfristigen und den langfristigen Zinssätzen ergibt, erhält durch die Erwartungstheorie eine besondere Bedeutung: Ist die Neigung wie im Fall der aktuellen Zinskurve positiv, sind also die langfristigen Zinsen höher als die kurzfristigen, rechnen die Anleger nach dieser Theorie mit Zinserhöhungen durch die Zentralbanken. Somit ist der Konjunkturausblick positiv. Eine fallende Kurve wird als inverse Zinskurve bezeichnet. Ein solcher Verlauf deutet auf Pessimismus hin, da die Zentralbanken in Rezessionsphasen die Zinsen senken. Wie Grafik 4 zeigt, hat die Zinskurve in den letzten 50 Jahren die Rezessionen der US-Wirtschaft vorhergesagt, da jedem Konjunkturreinbruch ein inverser Kurvenverlauf vorausging. Allerdings folgte nicht auf jede inverse Zinskurve eine Rezession.

Nach unseren Schätzungen deutet die reine Erwartungstheorie mit Blick auf den aktuellen Kurvenverlauf darauf hin, dass der kurzfristige Zinssatz in zehn Jahren bei rund 2,6% liegen wird, von denen der in den letzten Fed-Prognosen genannte Gleichgewichtssatz von 2,8% nicht allzu weit entfernt ist. Aus dieser Perspektive scheint die Zinskurve angemessen bewertet zu sein.



Source: ETHENEA

Grafik 4: Neigung der US-Zinskurve und Rezessionen der US-Wirtschaft

Theorie der Zinsstruktur

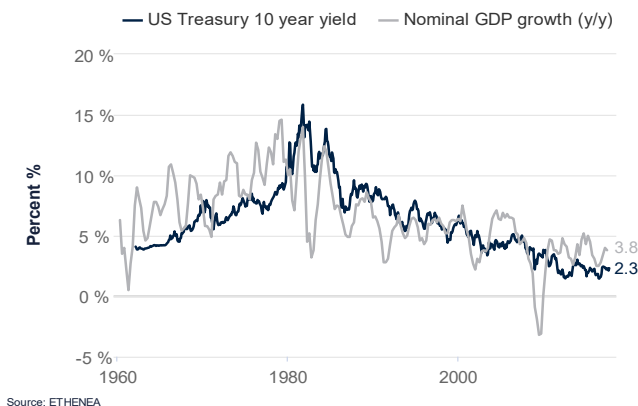
Nach dieser Theorie hat die Zinskurve in der Regel eine positive Neigung, da Kreditgeber für längere Kreditlaufzeiten höhere Zinsen erwarten. Ursache hierfür ist einerseits die Unsicherheit über die künftige Zinsentwicklung; andererseits haben längere Laufzeiten zur Folge, dass Kreditgeber über einen größeren Zeitraum nicht selbst auf die verliehenen Mittel zugreifen können. Nach der jüngsten Schätzung der Federal Reserve Bank of New York ist die Liquiditätsprämie derzeit leicht negativ. Das bedeutet, dass die Anleger nicht bei längeren, sondern bei kürzeren Anlagezeiträumen höhere Erträge erwarten. Diese Situation ist ungewöhnlich, kam jedoch bereits in den 1960er-Jahren schon einmal zustande, als das Zinsniveau ebenfalls niedrig war (Grafik 5). Unseres Erachtens deutet dies darauf hin, dass die langfristigen Renditen zu niedrig sind.



Grafik 5: US-Liquiditätsprämien

Fisher-Gleichung

Der große Ökonom Irving Fisher entwickelte unter anderem eine nach ihm benannte Zinsgleichung, die besagt, dass der Zinssatz der Summe aus Inflation und realem Wirtschaftswachstum entspricht. Nach dieser Gleichung sollte das nominale BIP-Wachstum in etwa dem langfristigen Zinssatz entsprechen. In den USA lag das nominale Wirtschaftswachstum in den letzten drei Jahren bei durchschnittlich 4% pro Jahr, während der langfristige Zinssatz um die Marke von 2% schwankte. Auf Basis der Fisher-Gleichung sind die langfristigen Zinsen somit zu niedrig (Grafik 6).



Grafik 6: Fisher-Gleichung

Nachhaltigkeit der Schulden

Beim Blick auf die Verschuldung ist die Nachhaltigkeit in der ökonomischen Theorie von wesentlicher Bedeutung. Bei dieser Betrachtungsweise spielt die Kombination von Wirtschaftswachstum und Zinshöhe eine zentrale Rolle. Die Grundidee basiert auf geradliniger Intuition und lässt sich wie folgt zusammenfassen: Solange die Kapitalrendite die Investitionskosten übersteigt, ist die Verschuldung nachhaltig, da die getätigte Investition ihre Kosten deckt. Auf makroökonomischer Ebene gilt analog: Solange das nominale BIP-Wachstum die Kosten der Staatsverschuldung – also die getätigten Zinszahlungen – übersteigt, ist die Schuldenlast eines Staates nachhaltig.

Unter dieser Prämisse lässt sich der höchste Zinssatz berechnen, den eine Regierung zahlen kann, bevor ihre Verschuldung die maximale Tragfähigkeit überschreitet. Nach unseren Berechnungen beträgt dieser Zinssatz in den USA 3,1%, in Japan 1,6% und in Deutschland 4,2%, während die langfristigen Zinsen in diesen Ländern bei 2,3%, 0% bzw. 0,5% liegen.

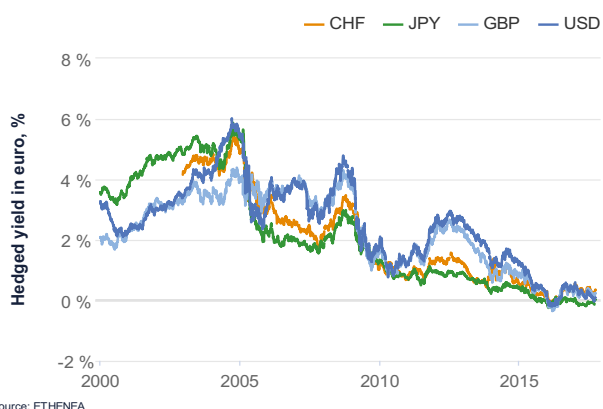
Gemäß diesen Kennzahlen besteht Spielraum für eine Zinserhöhung um mindestens 100 Basispunkte, ohne die Staatsfinanzen zu gefährden. Somit hat die Zinskurve das Potenzial für eine Aufwärtsverschiebung, dürfte aber kaum ein so hohes Niveau erreichen wie vor der weltweiten Finanzkrise.

Arbitragefreiheit

Eine weitere Möglichkeit zur Analyse des Zinsniveaus ergibt sich aus einem zentralen Konzept der Finanztheorie, der Arbitragefreiheit. Dieses Konzept besagt, dass zwei Finanzanlagen, die im Hinblick auf Risiko, Liquidität und Rendite identisch sind, ohne Arbitrage denselben Preis haben müssen.

Ein Anleger, der die Wahl zwischen einer Anlage in US-Treasuries und Bundesanleihen hat, sollte daher nach Berücksichtigung der Kosten der Währungsabsicherung in beiden Fällen eine ähnliche Rendite erzielen (Grafik 7). Genau dies können wir derzeit beobachten. Somit sind Staatsanleihen weltweit konsistent bewertet. Ihre Zinskurven sind sehr ähnlich, und jede Bewegung einer dieser Kurven würde alle anderen Kurven beeinflussen.

Da die Zinsen in Deutschland in jeder Hinsicht niedrig sind, deutet dieser Ansatz auf ein weltweit äußerst geringes Zinsniveau hin.



Grafik 7: Rendite 10-jähriger Staatsanleihen mit Währungsabsicherung, in Euro

Fazit

Verschiedene Ansätze führen zu unterschiedlichen Schlussfolgerungen. Je nach der gewählten Perspektive sind die langfristigen Zinsen entweder angemessen oder zu niedrig oder bieten Spielraum für eine Anhebung. Erwartungsgemäß lässt jedoch keiner der fünf Ansätze ein zu hohes Zinsniveau erkennen.

Auf dieser Basis gehen wir im Einklang mit unserem makroökonomischen Szenario davon aus, dass die langfristigen Zinsen allmählich steigen werden. Dabei dürften sie jedoch kein so hohes Niveau erreichen wie vor der weltweiten Finanzkrise, da der enorme Umfang der Staatsschulden einen derart starken Anstieg nicht zulässt. Die Zinskurve bietet Spielraum für eine Aufwärtsverschiebung.

Autor >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



>> Möchten Sie Videos von unserem Head of Research ansehen?

Sie finden sie im Bereich **Video** auf unserer Website.
ethenea.com/goto/videos

Positionierung der Ethna Funds >>



Ethna-DEFENSIV

Die steigenden Zinsen an den Rentenmärkten waren im September eine Herausforderung für den Ethna-DEFENSIV. Die 10-jährigen US-Renditen stiegen um beachtliche 20 Basispunkte von 2,13% auf 2,33% und die Bundesanleihen immerhin um 10 Basispunkte von 0,36% auf 0,46%. Das waren ungünstige Bedingungen, wenn man bedenkt, dass 10 Basispunkte bei einer 10-jährigen Anleihe zu ungefähr 1% Kapitalverlust führen.

Der Ethna-DEFENSIV konnte sich gegen diese Entwicklung allerdings gut behaupten und erzielte im September eine positive Performance von +0,32%. Maßgeblich dazu beigetragen haben die teilweise Absicherung des Zinsbasisrisikos, leicht engere Kreditspreads sowie die gute Performance der Aktienmärkte. Der Dax stieg beispielsweise um knapp 7% und der S&P500 um 3%. Bei den Währungen gab es im September im USD keine allzu großen Veränderungen, während das Exposure im MXN und AUD die Performance belastete.

Ein wichtiger Meilenstein im September war die Entscheidung der US-Notenbank (FED) bezüglich der bevorstehenden Bilanzreduzierung, die einen Ausblick auf die zukünftige Zinspolitik gab. Sie fiel etwas „hawkischer“ aus als vom Markt erwartet, was nicht unwesentlich zu einem steilen Anstieg der langfristigen Zinsen beitrug. Trotz des wieder erstarkten Euro sind die wirtschaftlichen Daten in Europa weiterhin gut. Die EZB-Sitzung am 7. September war im Endeffekt ein „Non-Event“, da Präsident Draghi die Details zu einem eventuellen „Tapering“ in den Oktober verschob. Mit großer Erwartung sehen wir nun der Entscheidung am 26. Oktober entgegen.

Im Ethna-DEFENSIV gab es im September keine relevanten Veränderungen. Wir haben den Anteil der USD-Anleihen weiter reduziert und verstärkt im Euro-Raum investiert. Dies ist hauptsächlich auf die höheren Kosten der Devisenabsicherung (ca. 2,20%) aufgrund der FED-Entscheidung zurückzuführen. Wir haben dann für den gleichen Emittenten unsere Anleihen von USD in Euro getauscht, sodass es keine Auswirkung auf die durchschnittliche Bonität (BBB+ bis A-) des Portfolios gab. Auch auf der Währungsseite gab es keine nennenswerten Veränderungen. Der Ethna-DEFENSIV hatte Ende September 8% in USD, 2% in MXN und knapp 1% in AUD investiert. Wir haben im September die Kassenposition antizyklisch reduziert, dementsprechend bei den höheren Zinsen wieder Anleihen

gekauft und weiterhin in alle interessanten Neuemissionen investiert. Bei den Aktien haben wir unser Exposure reduziert. Im September lag die Quote zwischen 4% und 6%.

Ethna-AKTIV

In einem insgesamt positiven Marktumfeld nehmen wir bei unveränderter Gesamtstrategie lediglich weitere taktische Anpassungen vor und behalten unseren „vorsichtigen Optimismus“ für das Schlussquartal:

- Die Investitionsquote liegt weitgehend unverändert bei 82,5% bei einer Nettoaktienquote von knapp unter 25%. Wir fokussieren uns dabei weiterhin auf Diversifikation und Liquidität und setzen auf taktische Anpassungen vorwiegend Futures und Derivate ein.
- Auf der Anleihe Seite sehen wir bei solidem Wachstum weiterhin die Gefahr moderat steigender Zinsen. Dementsprechend haben wir das Anleihenportfolio positioniert und konnten damit beim jüngsten Anstieg der Renditen einen positiven Performancebeitrag erzielen. Einen Teil der Gewinne haben wir realisiert und das Anleihenportfolio derzeit gegen Zinsänderungen in beide Richtungen immunisiert. Strategisch halten wir Unternehmensanleihen aufgrund der positiven Fundamentaldaten trotz niedriger Risikoprämien weiterhin für attraktiv. US-Anleihen, vor allem die Kurzläufer, bieten in EUR, also nach Währungsabsicherung, kaum noch positive Renditen. Wir haben daher weitere teure US-Anleihen durch Neuemissionen in EUR ersetzt. Auf diesem Weg werden wir die Anleihenquote in den kommenden Wochen in Richtung 50% ausbauen.
- Wir haben die Aktienquote zuletzt marginal in Richtung 25% ausgebaut und halten das Gesamtportfolio damit für das derzeitige positioniert. Unser geografischer Anlageschwerpunkt bleibt, entsprechend unserer fundamentalen Einschätzung und der aktuellen wirtschaftlichen Dynamik, in Europa. In Asien haben wir Gewinne im Nikkei mitgenommen und vor dem Hintergrund der vorgezogenen Wahlen in Japan unsere Position geschlossen. Auf der anderen Seite haben wir in den USA unsere Short-Position im Nasdaq ebenfalls mit Gewinnen geschlossen und sind dort jetzt stärker involviert als in Asien.
- Bei den Währungen haben wir nach der Wahl in Deutschland unser Fremdwährungs-Exposure auf zuletzt

12% ausgebaut. Spanien, Italien, Großbritannien und Griechenland bleiben in den Schlagzeilen und dürften die Euro-Stärke vorübergehend bremsen. Daher haben wir unsere USD-Position auf 4% ausgebaut, halten den CHF weitgehend konstant bei 4% und haben durch Aktienpositionen ein Engagement von Yen. Die jüngste Stärke im GBP halten wir beim derzeitigen Verlauf der Brexit-Verhandlungen für unangemessen und haben hier mit -1% eine kleinere Short-Position aufgebaut.

- Unsere Position in Gold hatten wir nach dem Anstieg über die wichtige Marke von 1.300 USD mit Gewinnen veräußert. Nach der – zumindest vorübergehenden – Beruhigung der Beziehungen zwischen den USA und Korea ist der Goldpreis wieder unter diese Marke gefallen, sodass wir begonnen haben, unsere Position langsam wiederaufzubauen. Derzeit liegt unsere Allokation hier bei 2%.

Geopolitik und die Aktivitäten der großen Zentralbanken bleiben die dominierenden Unsicherheitsfaktoren. Wir gehen jedoch davon aus, dass der wesentliche Impuls für die im vierten Quartal von den starken makroökonomischen Daten kommen wird. Entsprechend versuchen wir mit fast 50% in Unternehmensanleihen Risikoprämien zu vereinnahmen und mit unserer Aktienallokation an Kursgewinnen zu partizipieren. Als „Stoßdämpfer“ und zur liquiden Diversifikation halten wir etwa 15% in Fremdwährungen und Gold.

Ethna-DYNAMISCH

Der Ethna-DYNAMISCH hielt im September an seiner bisherigen strategischen Ausrichtung fest, die sich in den wichtigsten Punkten wie folgt zusammenfassen lässt:

- Das Portfoliomanagement des Fonds sieht die größten Chancen zur Generierung einer attraktiven Rendite weiterhin an den internationalen Aktienmärkten, was sich in einer hohen Aktienquote von 66% widerspiegelt. Im Vergleich zum Vormonat ist die Quote nochmals geringfügig gestiegen.
- Gleichzeitig sichern Put-Optionen einen großen Teil des Aktienportfolios gegen signifikante und unerwartete Kursrückschläge ab. Die Nettoaktienquote unter Berücksichtigung der Optionen liegt bei ca. 59%.
- Den regionalen Schwerpunkt der Aktienanlagen bildet weiterhin Europa. Die starke fundamentale Dynamik gepaart mit günstigen Bewertungen spiegelt sich auch in der Titelauswahl wider, bei der europäische Aktien im Ethna-DYNAMISCH eine Gewichtung von 38,8% haben. Auf die USA entfallen 15,4% und weitere 12,8% auf asiatische Aktien.
- Anleihen machen mit einer Allokation von 10% nur einen

sehr kleinen Anteil des Fondvermögens aus. Hiervon sind 4,3% zur aktiven Risikostreuung in langlaufenden US-Staatsanleihen angelegt, während die verbleibenden 5,7% in rentable Hochzinsanleihen verschiedener Emittenten investiert sind und zur Erhöhung der Ertragschancen des Ethna-DYNAMISCH beitragen.

- Gold rundet das Portfolio des Ethna-DYNAMISCH ab und bleibt mit zuletzt 4,6% ein fester Bestandteil des Fonds. Das Edelmetall trägt vor allem zu einer ausgewogenen Risikobalance bei.

An den weltweiten Aktienmärkten setzte sich zuletzt die insgesamt positive Dynamik des laufenden Jahres fort. Europäische Aktien konnten sich dabei überdurchschnittlicher Kursgewinne erfreuen, da der Höhenflug der europäischen Einheitswährung im Bereich der Marke von 1,20 USD vorerst Halt machte. Das beschwichtigte auch die Ängste vieler Marktteilnehmer, da eine allzu starke Heimatwährung die Gewinne der europäischen Exportindustrie über Gebühr belasten könnte. Auf politischer Ebene war die deutsche Bundestagswahl der Höhepunkt des Monats. Unmittelbar nach der Wahl erhöhten wir das USD-Exposure des Ethna-DYNAMISCH deutlich von 11% auf 16%, da wir – zumindest vorübergehend – von einem schwächeren Euro ausgehen. Damit besteht zum ersten Mal seit Jahresbeginn für das gesamte Währungsrisiko der US-Aktienanlagen keinerlei Währungsabsicherung mehr.

Die Kosten für Absicherungen des Aktienrisikos über Put-Optionen im aktuellen schwankungsarmen Marktumfelds sind weiterhin historisch günstig. Entsprechend versuchen wir, die Lage optimal zu nutzen und den Fonds möglichst widerstandsfähig gegen Abwärtsentwicklungen zu machen, ohne die Partizipation an steigenden Kursen aus dem Blick zu verlieren. Im September konnten wir die bestehenden Absicherungsinstrumente auf den EURO STOXX 50 und den S&P 500 um eine kostengünstige Put-Option auf den Technologie-Index Nasdaq ausweiten. Die Bewertungen des Sektors sind binnen kürzester Zeit erneut gestiegen, und die Wachstumsaktien dieses Universums reagieren wesentlich sensibler auf potenzielle Renditeanstiege auf dem Rentenmarkt.

Vor diesem Hintergrund ist auch der weiterhin hohe Barmittelbestand von rund 19% zu sehen. Da die US-Notenbank FED nun den nächsten Schritt bei der Normalisierung ihrer Geldpolitik angeht und aktiv die Reduzierung ihrer Bilanz vorantreibt, könnten die aktuellen Bewertungsniveaus von Aktien durch Turbulenzen an den Rentenmärkten abermals in Frage gestellt werden. In dieser Situation bildet der Barmittelbestand einen

wertvollen Stabilitätsanker im Portfolio. Auch der im Ethna-DYNAMISCH diszipliniert verfolgte Value-Gedanke bei der Titelauswahl dürfte in einem solchen Szenario seine volle Stärke entfalten, sodass der Fonds insgesamt attraktiv für ein breites Spektrum an alternativen Marktentwicklungen positioniert bleibt.

Autoren >>

Portfoliomanagement

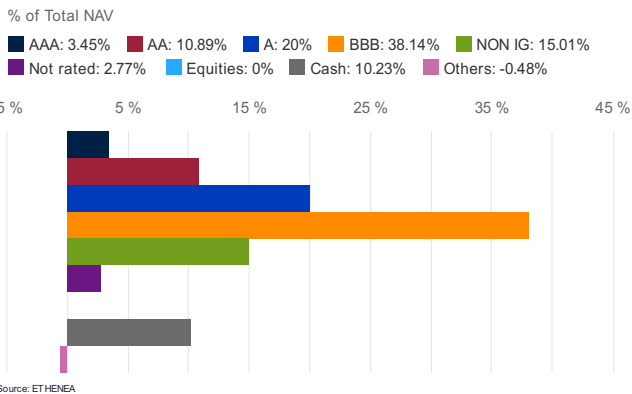
Guido Barthels, Thomas Herbert, Simon Oeser, Luca Pesarini, Christian Schmitt, Niels Slikker, Daniel Stefanetti, Peter Steffen, Arnaldo Valsangiacomo und Team



>> Möchten Sie Videos von unserem Head of Research ansehen?

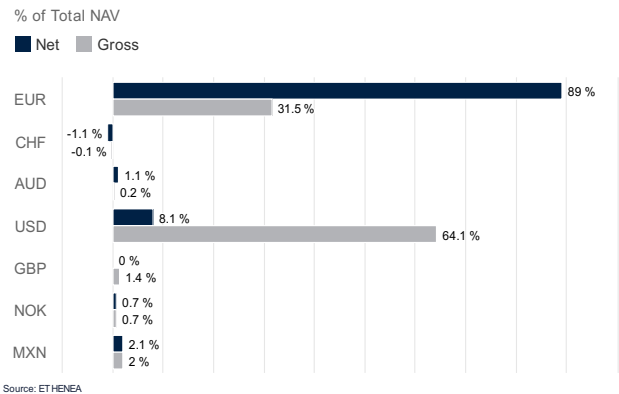
Sie finden sie im Bereich **Video** auf unserer Website.
ethenea.com/goto/videos

Ethna-DEFENSIV



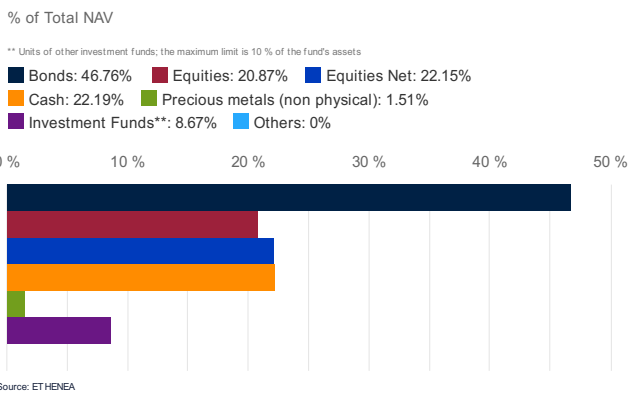
Grafik 8: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV

Ethna-DEFENSIV



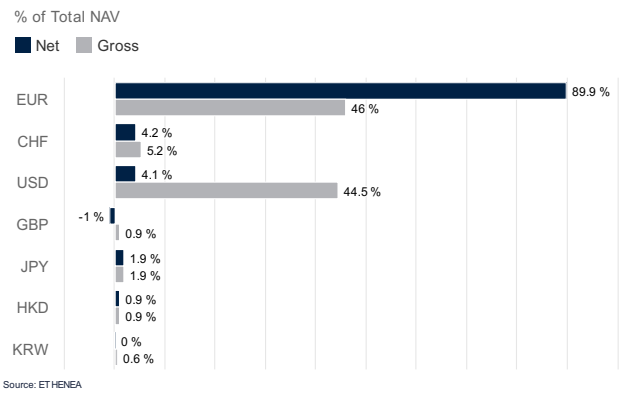
Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Wahrung

Ethna-AKTIV



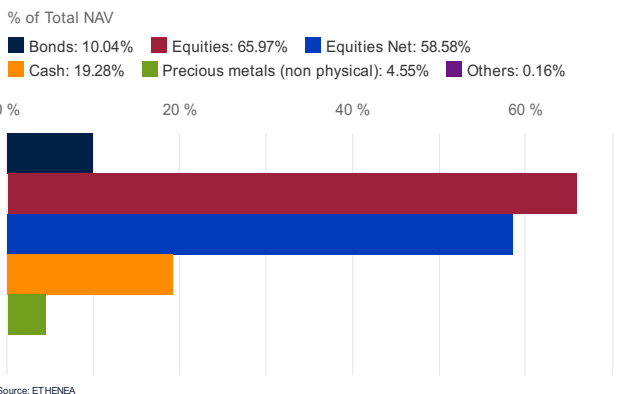
Grafik 9: Portfoliostruktur⁷ des Ethna-AKTIV

Ethna-AKTIV



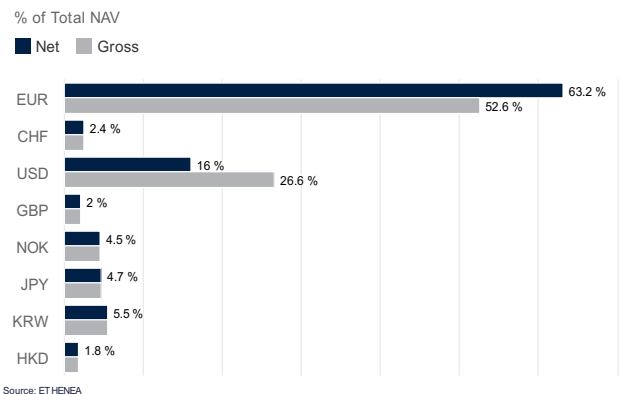
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Wahrung

Ethna-DYNAMISCH



Grafik 10: Portfoliostruktur⁷ des Ethna-DYNAMISCH

Ethna-DYNAMISCH



Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Wahrung

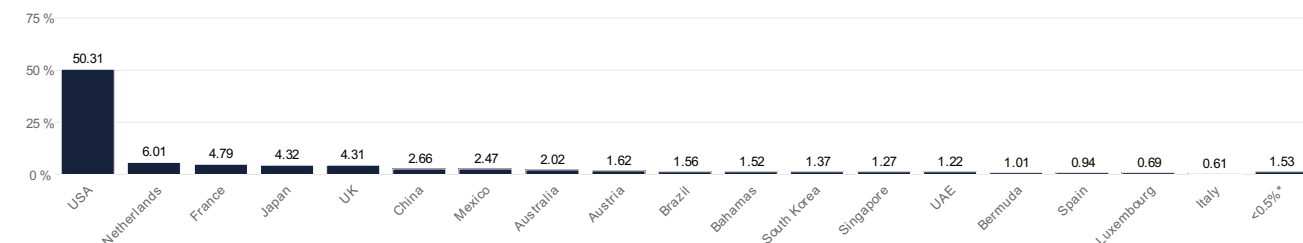
⁷ „Cash“ umfasst Termineinlagen, Tagesgeld und Kontokorrentkonten/sonstige Konten. „Equities net“ umfasst Direktinvestitionen und das aus Aktienderivaten resultierende Exposure.

Ethna-DEFENSIV

% of Total NAV

* Including 4 other countries

█ Equities █ Bonds



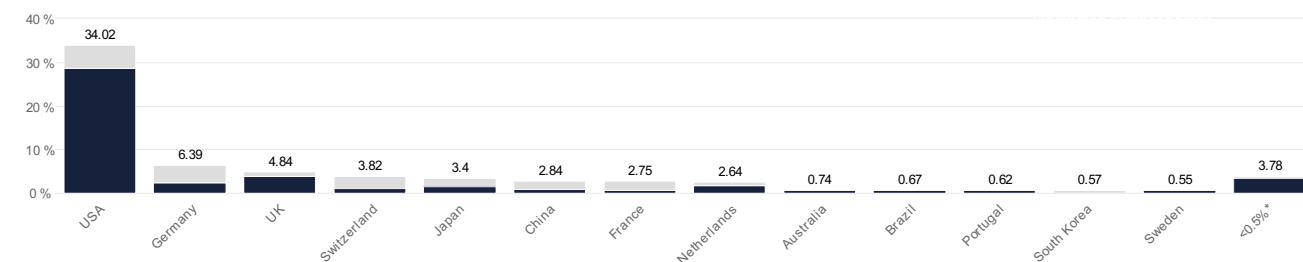
Source: ETHENEA

Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft

Ethna-AKTIV

% of Total NAV

█ Equities █ Bonds



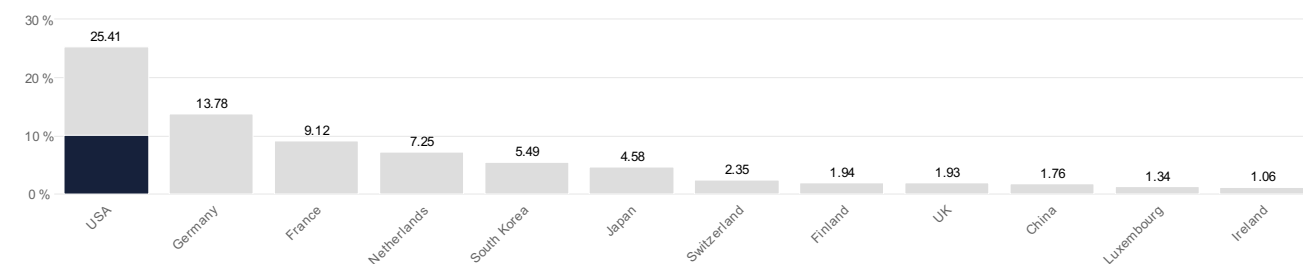
Source: ETHENEA

Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft

Ethna-DYNAMISCH

% of Total NAV

█ Equities █ Bonds

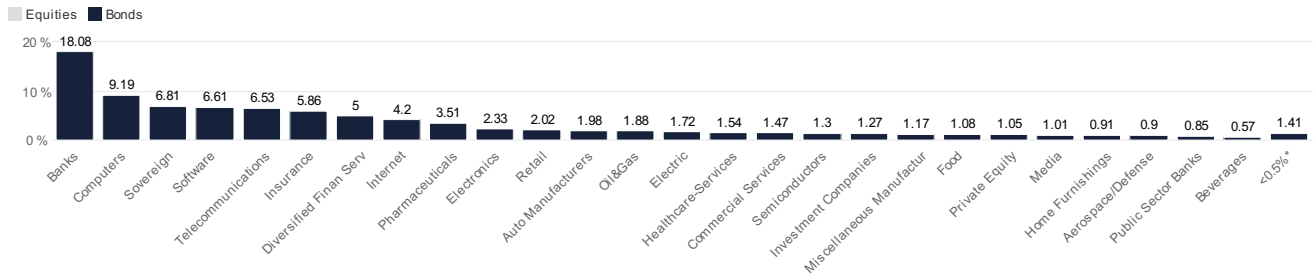


Source: ETHENEA

Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft

Ethna-DEFENSIV

% of Total NAV
 * Including 3 of the rse ector

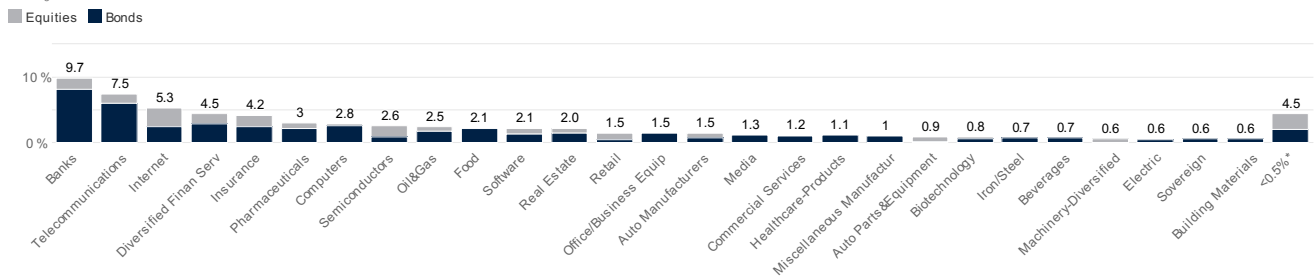


Source: ETHENEA

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

Ethna-AKTIV

% of Total NAV
 * Including 18 of the rse ectors

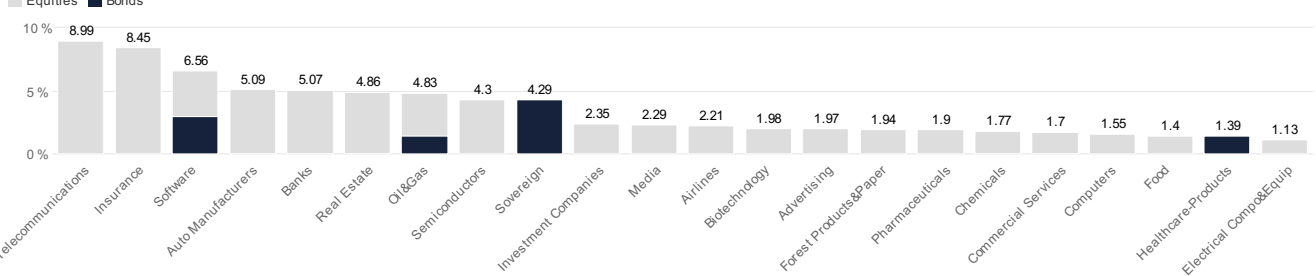


Source: ETHENEA

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

Ethna-DYNAMISCH

% of Total NAV



Source: ETHENEA

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



Herausgeber >>

Das Portfoliomanagement-Team und der Head of Research



Sitzend (von links nach rechts): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnoldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Peter Steffen; Stehend (von links nach rechts): Simon Oeser, Fabian Scheler, Thomas Herbert, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker, Yves Longchamp – Head of Research bei ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

Kontakt >>

Bei etwaigen Fragen oder Anregungen können Sie sich jederzeit an uns wenden.

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 Videos von unserem Head of Research ansehen?



Sie finden sie im Bereich **Video** auf unserer Website.

ethenea.com/goto/videos

Wichtiger Hinweis >>

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. Anteile werden ausschließlich auf Basis der gesetzlichen Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekte und Jahresberichte) gekauft, die kostenlos auf Deutsch bei der Fondsverwaltungsgesellschaft ETHENEA Independent Investors S.A., 16 rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach, sowie beim Vertreter in der Schweiz erhältlich sind: IPConcept (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich. Die Zahlstelle in der Schweiz ist DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich. 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. Munsbach, 30.9.2017.