



**ETHENEA**  
managing the Ethna Funds

Nr. 5 · Mai 2017

# MARKTKOMMENTAR



## Viel Rauch um Nichts

In Amerika bestimmen Superlative, aber vor allem Konjunktive das politische Geschehen und erfreuen die Satiriker. Für die Kapitalmärkte führt trotzdem kein Weg daran vorbei, die immer wieder neuen Ankündigungen des 45. US-Präsidenten einzuordnen. Welchen Kurs werden sie einschlagen?



### Inhalt >>

Ausgabe vom 30.4.2017

>> [Viel Rauch um Nichts](#)

>> [Makroökonomischer Ausblick](#)

>> [Positionierung der Ethna Funds](#)

info@ethenea.com | ethenea.com



## Viel Rauch um Nichts

**In Amerika bestimmen Superlative, aber vor allem Konjunktive das politische Geschehen und erfreuen die Satiriker. Für die Kapitalmärkte führt trotzdem kein Weg daran vorbei, die immer wieder neuen Ankündigungen des 45. US-Präsidenten einzuordnen. Welchen Kurs werden sie einschlagen?**

Was haben Cheech und Chong<sup>1</sup> mit Donald Trump gemeinsam? Viel Rauch um nichts. Während dies bei den beiden Ersteren auf einen Kultfilm der 1970er Jahre mit dem Schauspielertduo Cheech Marin und Tommy Chong in den Hauptrollen zu beziehen ist, geht es bei Donald Trump wohl eher um seine ursprünglich sehr vollmundigen Wahlkampfversprechen, von denen in den ersten 100 Tagen seiner Amtszeit nicht wirklich viel umgesetzt wurde. Abgesehen davon hat der 45. US-Präsident einen enormen Unterhaltungswert und liefert Satirikern und anderen Zeitgenossen Arbeitsmaterial in Hülle und Fülle. Man denke nur an die Geschichte der Flugzeugträger-Kampfgruppe, die angeblich als Drohgebärde in Richtung Nordkorea losgeschickt wurde, um dann Tage später vor Australien gesichtet zu werden. Dass Nordkoreas Kim Jong-un als Gegendrohung eine Rakete starten ließ, die bereits nach wenigen Metern explodierte, würde den Unterhaltungswert sogar noch steigern, sofern man eine Vorliebe für makabre Geschichten hat. In jedem Fall sind dies Gegebenheiten, die man sich kaum vorzustellen vermag und doch sind sie real.

Sie sind so real wie die Kapitalmärkte, deren Teilnehmer mit diesen zum Teil surrealen Informationen umgehen und sie

verarbeiten müssen: Sei es nun die Reform des Gesundheitswesens, die Trump ankündigt und dann doch nicht durchsetzen kann, obwohl die Republikaner in beiden Häusern des Kongresses die Mehrheit halten; oder aber die erst kürzlich groß angekündigte Steuerreform, die scheinbar wenig Konkretes enthält, insbesondere auf der Seite der Gegenfinanzierung. Der Markt muss damit umgehen und die Instrumente neu bewerten, auch wenn es sich um wenig Erfolg versprechende Vorstöße handelt.

Die neuesten Überlegungen des US-Präsidenten, die großen Banken wieder in Investment- und Geschäftsbanken aufzuspalten – also den seit 1999 ausgesetzten Glass-Steagall Act wieder ins Leben zu rufen –, werden an der Wall Street sicherlich nicht für ungeteilte Begeisterung sorgen. Ebenso wird der Vorstoß, die Benzinsteuern zu erhöhen, um Infrastrukturprojekte in einer Größenordnung von bis zu einer Billion Dollar zu finanzieren, möglicherweise wenig Gegenliebe bei seinen Wählern und Parteifreunden hervorrufen. Besonders Trumps Wähler, die größtenteils aus sozial schwächeren Verhältnissen und ländlichen Gegenden stammen, dürften wenig Freude an dieser Idee haben, denn sie hätten die größte Belastung zu tragen.

<sup>1</sup> „Cheech und Chong sind ein Comedy- und Schauspielertduo, bestehend aus Cheech Marin und Tommy Chong, das in den 1970er- und 1980er-Jahren Hauptdarsteller einer Filmreihe war.“ 1978 ist der Film *Viel Rauch um Nichts* mit dem Duo erschienen. Quelle: [https://de.wikipedia.org/wiki/Cheech\\_und\\_Chong](https://de.wikipedia.org/wiki/Cheech_und_Chong)

Der Kapitalmarkt hat jedoch keine andere Wahl, als sich damit zu befassen. Letztendlich werden alle Szenarien mit Eintrittswahrscheinlichkeiten versehen und haben Einfluss auf die Preise der Kapitalmarktprodukte. Eine Erhöhung der Benzinsteuer würde beispielsweise inflationär wirken, auch wenn sie in erster Linie nur einen einmaligen Basiseffekt auf

» Letztendlich werden alle Szenarien mit Eintrittswahrscheinlichkeiten versehen und haben Einfluss auf die Preise der Kapitalmarktprodukte. «

die Preise haben würde. Ein Investitionsschub bei Infrastrukturprojekten könnte auch ein Revival der *Trumpflation* mit sich bringen.

Bis hierhin sind dies lediglich eine Menge Konjunktive. Was wir zu diesem Zeitpunkt allerdings mit Sicherheit wissen: die Wirtschaft in den USA dümpelt eher so dahin. Das Wachstum im ersten Quartal ist mit einer Veränderung von gerade einmal 0,175 % gegenüber dem Vorquartal bestenfalls als mau zu

» Was wir zu diesem Zeitpunkt allerdings mit Sicherheit wissen: die Wirtschaft in den USA dümpelt eher so dahin. «

bezeichnen. Die veröffentlichte Zahl belief sich tatsächlich auf 0,7 %, wobei dies auf die Annualisierung der Wachstumsrate zurückzuführen ist, was gelegentlich vergessen wird. Zum Vergleich: Für die Eurozone beläuft sich das Wachstum für das erste Quartal auf 0,5 %, was fast dreimal so hoch ist. Dass das US-Wachstum so schwach ausfiel, lag an der schwachen Konsumkomponente. Die Lagerbestände – eine Komponente, die in der Vergangenheit häufig deutlich revidiert wurde, auch des Öfteren nach unten – sind deutlich gestiegen.

Wir sollten also durchaus die Möglichkeit in Betracht ziehen, dass wir uns in einer Situation befinden könnten, in der die US-Notenbank die Zinsen anhebt, während das Wirtschaftswachstum schwach oder sogar rückläufig ist. Dies ist nur eine Möglichkeit. Sie ist aber mit einer ebenso hohen Eintrittswahrscheinlichkeit versehen, wie viele von Donald Trumps Plänen. Dieses Szenario hätte natürlich zur Folge, dass die Renditen in den USA deutlich unter Druck kämen, während ein Gelingen von Trumps Vorstößen das exakte Gegenteil bei der Renditeentwicklung zur Folge hätte.

In Europa nimmt das politische Risiko ab, das europäische Anlagen für Nichteuropäer unattraktiv gemacht hat. Zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Marktkommentars scheint es eine ausgemachte Sache, dass Emmanuel Macron der nächste Präsident Frankreichs wird. Die AfD in Deutschland wiederum könnte an inneren Querelen in die gleiche Bedeutungslosigkeit versinken, in die die Piratenpartei bereits entschwunden ist.

Mit dem Rückgang des politischen Risikos steigt die Kraft der wirtschaftlichen Erholung in der Eurozone, die unser Head

» Wir sollten also durchaus die Möglichkeit in Betracht ziehen, dass wir uns in einer Situation befinden könnten, in der die US-Notenbank die Zinsen anhebt, während das Wirtschaftswachstum schwach oder sogar rückläufig ist. «

of Research Yves Longchamp auf den folgenden Seiten näher beleuchten wird.

Unter diesem Gesichtspunkt scheint der Zeitpunkt deutlicher Bewertungsanpassungen an den Märkten näher zu rücken: Die Renditedifferenz zwischen Bunds und US-Treasuries ist eindeutig zu groß und dürfte sich einengen. Die europäischen Aktienmärkte dürften den Bewertungsvorsprung der US-Märkte zumindest reduzieren. Der Euro dürfte gegenüber den anderen Währungen an Wert zulegen. Es ist vielleicht noch etwas zu früh für eine deutliche Positionierung in diese Richtungen, aber der Zeitpunkt scheint nah.

Aus diesem Grund scheint es uns weiterhin ratsam, vorsichtig und mit ruhiger Hand im Markt zu agieren.

Bis dahin werden wir die Rauchzeichen von Politik, Notenbanken und Wirtschaftsstatistikern weiter zu deuten versuchen und trotz des Rauches, der die Sicht einschränkt, für sicheres Agieren sorgen.

Im Hinblick auf Donald Trumps erratische Versuche, Politik zu betreiben, vertrauen wir weiterhin auf das stabile demokratische US-amerikanische System mit seinen *Checks and Balances*.

Auch die US-Medien scheinen ihren Frieden mit ihrem Präsidenten der *Fake News* und alternativen Fakten gemacht zu haben und stellen die Situation nun eher von der satirischen Seite dar. Vielleicht ist dies auch der richtige Weg mit der ungewissen Zukunft umzugehen.

## Autoren >>

### Guido Barthels

Portfolio Manager  
ETHENEA Independent  
Investors S.A.

### Yves Longchamp, CFA

Head of Research  
ETHENEA Independent  
Investors (Schweiz) AG

# Makroökonomischer Ausblick >>

## Die Wirtschaft der Eurozone im Detail

Nach 100 Tagen Trump-Präsidentschaft, dem Austrittsgesuch Großbritanniens, mit dem nun der Brexit-Prozess offiziell beginnt, Wahlen in den Niederlanden und dem ersten Präsidentschaftswahlgang in Frankreich haben sich die meisten politischen Unsicherheiten in Wohlgefallen aufgelöst. Im Folgenden werden wir einen Blick auf die derzeitige Verfassung der Wirtschaft in der Eurozone werfen. Was sagen die Zahlen über den zugrunde liegenden Konjunkturzyklus aus? Ist die Eurozone weiterhin so anfällig wie zuvor, oder wurden Fortschritte erzielt? Sind Wachstums- und Inflationsausblick positiv? Welche Auswirkungen ergeben sich für die weitere geldpolitische Entwicklung?

Unter den 19 Ländern der Eurozone machen laut Eurostat vier Länder alleine rund 75 % des gesamten BIP, der gesamten erwerbstätigen Bevölkerung und der gesamten Staatsverschuldung in der Eurozone aus. Wir nennen sie die *Big Four* und werden sie im Folgenden genauer unter die Lupe nehmen. Sie sind der Motor der Wirtschaft auf dem alten Kontinent. Die *Big Four* setzen sich aus Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien zusammen. Sie machen jeweils rund 30 %, 20 %, 15 % und 10 % des BIP der Währungsunion aus.

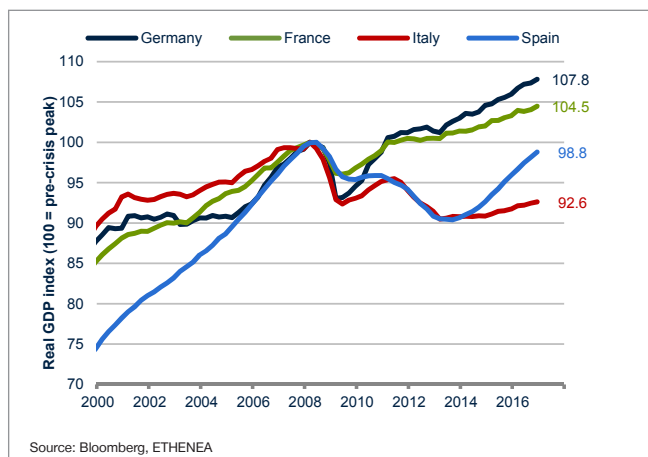
## Die Fundamentaldaten

Deutschland und Frankreich haben sich vollständig von der globalen Finanzkrise und der Eurokrise erholt, wie Grafik 1 zeigt. Bei beiden Ländern liegt das heutige BIP über dem von vor zehn Jahren. Im Vergleich zu Italien, dessen BIP sich im Anschluss an die beiden Krisen kaum erholt hat, wächst die

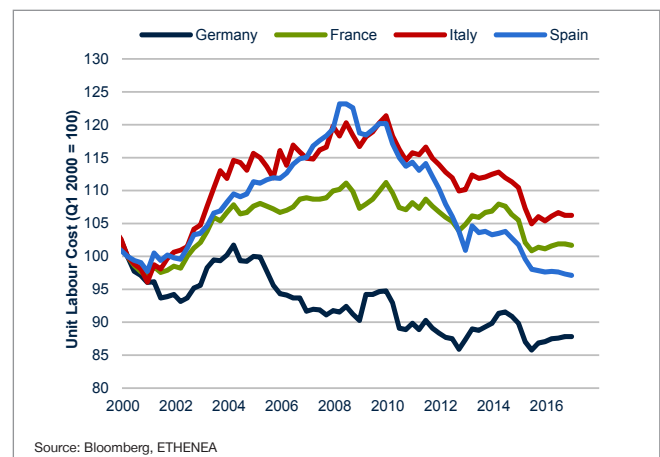
spanische Wirtschaft nun wieder stark und dürfte dieses Jahr wieder ihr Vorkrisenniveau erreichen.

Die unterschiedlichen Wachstumsentwicklungen der *Big Four* seit den beiden Krisen spiegeln deren unterschiedliche Wettbewerbsfähigkeit wider. Die Lohnstückkosten (LSK) sind ein Maß für die Wettbewerbsfähigkeit und ergeben sich aus Arbeitsproduktivität und Lohnkosten. Ein Anstieg der LSK bedeutet, dass die Löhne stärker steigen als die Produktivität, was zu einem Verlust an relativer Wettbewerbsfähigkeit führt. Ein Rückgang der LSK bedeutet wiederum eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.

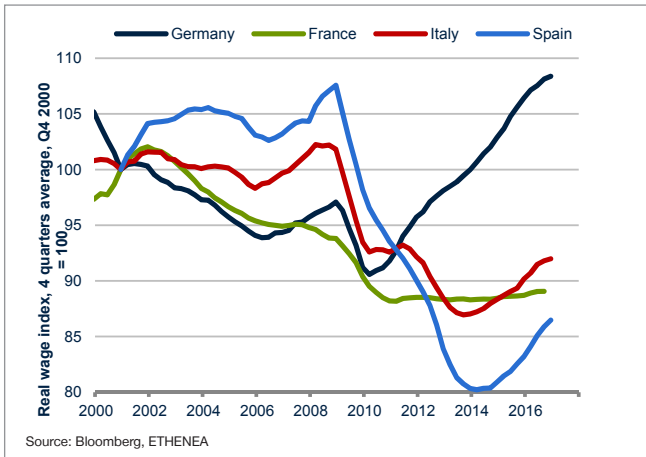
Zwischen 2000 und der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 gab es innerhalb der Eurozone starke Abweichungen in Sachen Wettbewerbsfähigkeit, und seitdem ist es nur teilweise zu einer Konvergenz gekommen (Grafik 2). Im genannten Zeitraum verbesserte sich die Wettbewerbsfähigkeit in Deutschland um 10 %, während sie in Frankreich um 10 % und in Italien und Spanien um 20 % zurückging. Zum Zeitpunkt der globalen Finanzkrise war der Unterschied bei der Wettbewerbsfähigkeit zwischen Deutschland und den beiden genannten Peripherieländern mit rund 30 Prozentpunkten groß und warf ein krudes Licht auf die grundsätzliche und unhaltbare Heterogenität, die der Währungsunion innewohnt. Dieses Ungleichgewicht ist einer der Gründe für die Eurokrise und die Fragmentierung des Marktes für Staatsanleihen. Gemäß den jüngsten Daten gibt die Wettbewerbsfähigkeit mittlerweile ein homogeneres Bild ab mit einem Unterschied zwischen Italien und Deutschland von derzeit 20 Prozentpunkten und zwischen Spanien und Deutschland von nur 8 Prozentpunkten. Die in Italien erzielten Fortschritte sind ermutigend und besorgniserregend



Grafik 1: Das BIP legt überall zu, jedoch unterschiedlich schnell\*



Grafik 2: Die Wettbewerbsfähigkeit konvergiert, jedoch bleiben Unterschiede bestehen



Grafik 3: Die Reallöhne steigen

zugleich, denn sie bestätigen, dass eine Konvergenz in der Eurozone stattfindet, die jedoch nur langsam voranschreitet. Sollten sich diese Fortschritte in einem gleichbleibenden Tempo fortsetzen, wäre der Wettbewerbsunterschied zu

„ Die in Italien erzielten Fortschritte sind ermutigend und besorgniserregend zugleich, denn sie bestätigen, dass eine Konvergenz in der Eurozone stattfindet, die jedoch nur langsam voranschreitet. “

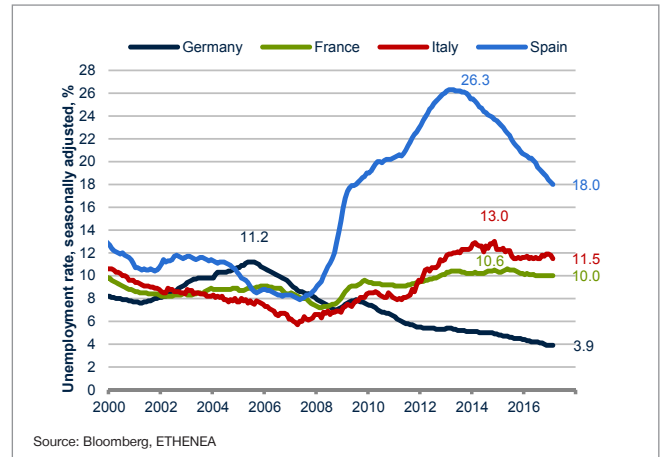
Deutschland im Jahr 2037 derselbe wie im Jahr 2000. Zurück zum Anfang also.

Die Wettbewerbsfähigkeit Frankreichs hat sich in dieser Zeit indes kaum verändert und das Land befindet sich nun in einer weniger vorteilhaften Position als zu Beginn der Jahrtausendwende. Im Vergleich steht Frankreich nun hinter Spanien. Deutschland hat sich dagegen ganz anders entwickelt. Dort hat sich die Wettbewerbsfähigkeit in den ersten zehn Jahren seit der Jahrtausendwende verbessert und sich seitdem stabilisiert.

Seit 2010 sind die Reallöhne in Deutschland deutlich angestiegen. Die erzielten Produktivitätsgewinne kommen nun also schließlich bei den Arbeitnehmern an (Grafik 3). In Frankreich sind die Reallöhne seit der Eurokrise konstant geblieben,

„ In Frankreich sind die Reallöhne seit der Eurokrise konstant geblieben, während sie in Italien und Spanien nach einem massiven Rückgang in den Jahren 2010 bis 2014 in den letzten Jahren wieder angestiegen sind. “

während sie in Italien und Spanien nach einem massiven Rückgang in den Jahren 2010 bis 2014 in den letzten Jahren wieder angestiegen sind. Das ist einer der Gründe, weshalb sich Konsum und Wachstum in diesen Ländern erholt haben.



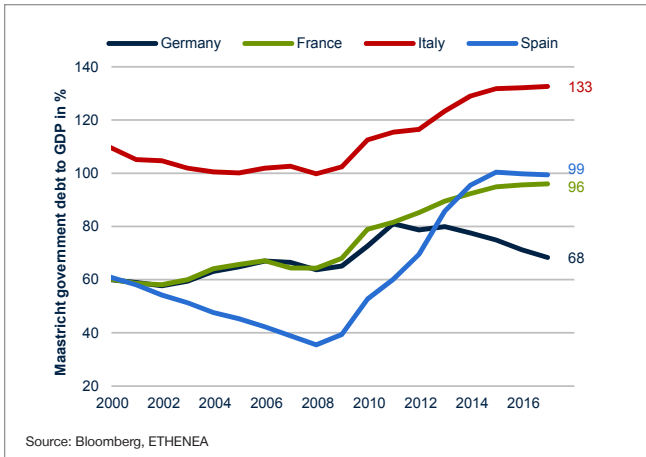
Grafik 4: Die Arbeitslosigkeit sinkt, jedoch nicht in allen Ländern in gleichem Maße\*

Die Entwicklung der Arbeitslosenraten vermittelt ein Bild, das den vorstehend aufgeführten Indikatoren entspricht (Grafik 4). In Deutschland ist die Arbeitslosigkeit sehr niedrig und wahrscheinlich besteht kaum Luft für weitere Verbesserungen. In allen anderen Ländern besteht dagegen eindeutig Verbesserungspotenzial. Die Arbeitslosigkeit in Spanien ist von einem Höchststand von über 26 % auf derzeit 18 % zurückgegangen und dürfte in den kommenden Jahren weiter abnehmen. Frankreich und Italien verharren in einer hohen strukturellen Arbeitslosigkeit. In diesen beiden Ländern bedarf es entscheidender Arbeitsmarktreformen, um wieder an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen, Arbeitsplätze zu schaffen und die Arbeitslosigkeit zu verringern. Allerdings sind Arbeitsmarktreformen in diesen beiden Ländern sehr schwierig umzusetzen. Es wird die Aufgabe des nächsten französischen Präsidenten sowie des nächsten italienischen Premierministers sein, diese Reformen anzugehen, für deren Umsetzung allerdings eine starke Mehrheit in den jeweiligen Parlamenten erforderlich ist. In dieser Hinsicht sind die Parlamentswahlen im Juni in Frankreich genauso wichtig wie die Präsidentschaftswahlen.

Was das Verhältnis zwischen Staatsverschuldung und BIP betrifft, liegen alle der *Big Four*-Länder über dem im Maastricht-Vertrag definierten Schwellenwert von 60 % (Grafik 5): In Deutschland geht die Schuldenquote stetig zurück, während sie in Frankreich, Spanien und Italien mehr oder weniger stabil ist.

„ Es bleibt somit festzuhalten, dass sich die Wirtschaft der Eurozone insgesamt von der globalen Finanzkrise und der Eurokrise erholt hat und sich nun in einer besseren Verfassung befindet als vor zehn Jahren. “

Es bleibt somit festzuhalten, dass sich die Wirtschaft der Eurozone insgesamt von der globalen Finanzkrise und der Eurokrise erholt hat und sich nun in einer besseren Verfassung befindet als vor zehn Jahren. Die *Big Four* sind heute homoge-



Grafik 5: Die Staatsschulden nach den Maastricht-Kriterien sind zu hoch, wobei sie sich stabilisieren oder zurückgehen

ner, wobei ihre Unterschiede noch immer mit bloßem Auge zu erkennen sind. Überall ist eine Erholung der Konjunktur zu beobachten, während die Wettbewerbsfähigkeit konvergiert, die Reallöhne nicht mehr rückläufig sind und sich die Lage am Arbeitsmarkt verbessert. Die inhärente Zerbrechlichkeit der Eurozone bleibt jedoch eine Tatsache, insbesondere im Hinblick auf Italien.

Unter den *Big Four* ist Italien am fragilsten. Die Kombination aus niedrigem Wachstum, hoher Verschuldung, hoher Arbeitslosigkeit und schwacher Wettbewerbsfähigkeit birgt Gefahren. Ungeachtet des Bankensystems macht die bloße Größe der italienischen Volkswirtschaft das Land zu einem existenziellen Risiko für die Eurozone.

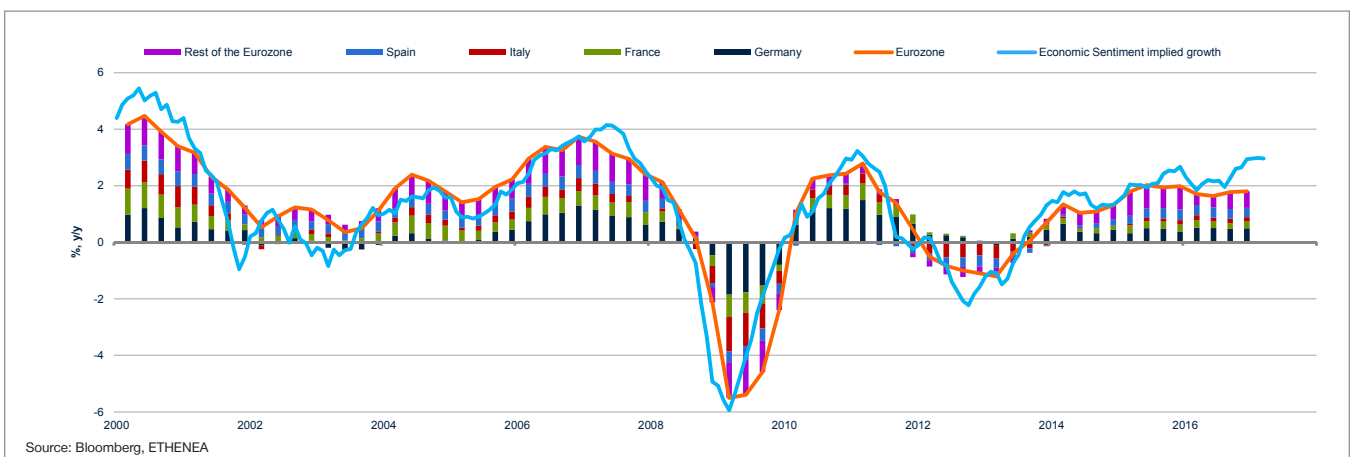
Solange das Wachstum robust und die Inflation moderat bleibt, d.h. die Europäische Zentralbank (EZB) nicht zu abrupten Zinserhöhungen zwingt, und solange die Anleger weiterhin Vertrauen in die europäischen Institutionen und Regierungen haben, bleiben die verbindenden Kräfte stark genug, um die 19 Mitglieder der Eurozone zusammenzuhalten.

### Konjunkturzyklus

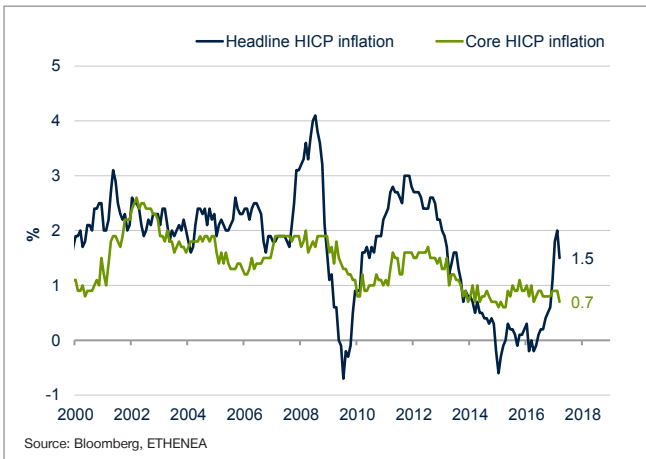
In den letzten beiden Jahren war das Wachstum mit 2,0 % (2015) und 1,8 % (2016) stabil. Auffällig ist, dass die Wirtschaft in der Eurozone im vergangenen Jahr stärker gewachsen ist als in den USA (+1,6 %). Frühindikatoren wie die PMI-Indizes haben sich in den letzten Monaten deutlich verbessert und der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung der Europäischen Kommission ist weiter gestiegen, was auf ein künftig noch schnelleres Wachstum schließen lässt (Grafik 6). Wir bezweifeln, dass die Wirtschaft in der Eurozone so stark anziehen wird, wie es die Indikatoren nahelegen, begrüßen dieses Aufwärtsrisiko jedoch. Unterdessen gibt es beim Privatkonsum und den Investitionen – zwei einflussreichen Nachfragekomponenten des BIP – keinerlei Anzeichen für eine Beschleunigung. Unseres Erachtens dürfte die Wirtschaftsaktivität dieses Jahr ähnlich schnell zulegen wie in den beiden Vorjahren, und das Wachstum dürfte robust bleiben.

Die Inflation stieg im Februar von einem niedrigen Niveau auf fast 2 %, was auf den Basiseffekt des Ölpreises zurückzuführen ist. Auch im April war sie mit 1,9 % weiterhin überraschend hoch. Die Kerninflation stieg ebenfalls, und zwar auf 1,2 % (Grafik 7). Trotz dieser Beschleunigung können wir für das kommende Jahr keine Inflationsrisiken erkennen, weshalb wir auch nicht davon ausgehen, dass sich die EZB zu abrupten Zinserhöhungen genötigt sehen könnte.

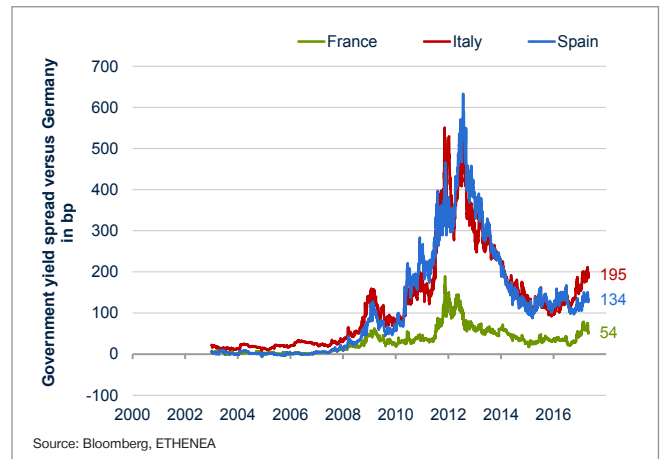
Das heißt allerdings nicht, dass es nicht zu einem Ende der quantitativen Lockerung kommen wird und die Zinsen nie wieder steigen werden. Die aktuellen wirtschaftlichen Fundamentaldaten und der zyklische Ausblick haben sich seit der Eurokrise verbessert, und in gewisser Hinsicht ist eine Normalisierung der Geldpolitik die logische Konsequenz. Das Anleihekaufprogramm der EZB dürfte mindestens noch bis zum Jahresende laufen und im kommenden Jahr schrittweise reduziert werden. Mario Draghi ließ verlauten, dass es vor Ende des Programms zu keiner Zinserhöhung kommen würde. Daher ist mit der ersten Zinserhöhung unserer Einschätzung



Grafik 6: Das BIP-Wachstum ist robust



Grafik 7: Die Inflation bleibt moderat\*



Grafik 8: Sorgen und Beunruhigung aber keine Panik

nach frühestens im Sommer 2018 zu rechnen. Das Szenario einer abrupten Zinserhöhung ist somit in den kommende zwölf Monaten unwahrscheinlich.

» Das Szenario einer abrupten Zinserhöhung ist somit in den kommende zwölf Monaten unwahrscheinlich. «

Das Vertrauen in die Institutionen und Regierungen Europas ist mittelmäßig. Global gesehen ist die Stabilität des Euro gegenüber dem US-Dollar beruhigend: Seit zwei Jahren bewegt sich der Wechselkurs in einer Handelsspanne von 1,05 - 1,15, trotz der erhöhten politischen Unsicherheit in Europa und zwei Zinserhöhungen in den USA. Innerhalb der Eurozone haben sich die Renditespreads der Staatsanleihen jedoch unlängst ausgeweitet. In Frankreich ließ die Ungewissheit vor der ersten Runde der französischen Präsidentschaftswahlen Unsicherheit unter den Anlegern aufkommen, und auch in Italien ist eine gewisse Besorgnis zu erkennen (Grafik 8). Noch gibt es keine Anzeichen für Anlegerpanik, was bedeutet, dass insgesamt relativ viel Vertrauen vorherrscht. Zugleich sind die Mitglieder der Eurozone nicht alle gleich, wie uns die Renditespreads deutlich vor Augen führen. Italien bleibt ein Risiko für die Eurozone und wir teilen die Skepsis der Anleger.

**Fazit**

Die Wirtschaft in der Eurozone hat seit der globalen Finanzkrise und der Eurokrise Fortschritte erzielt. Sie befindet sich derzeit in einer besseren Verfassung als vor zehn Jahren. Trotzdem bleiben diese Fortschritte verhalten und die Währungsunion weist nicht die Homogenität auf, die erforderlich wäre. Italien stellt für die Zukunft der Währungsunion ein existenzielles Risiko dar, das es genau zu beobachten gilt.

Vorerst ist die Eurozone dank ihres robusten Wachstums, einer moderaten Inflation, niedriger Zinsen und einem guten Maß an Vertrauen für Risikoanlagen wie Aktien und Unternehmensanleihen ohne Investmentgrade-Rating attraktiv.



**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 Ethna-DEFENSIV gab es im Vergleich zum Vormonat nur wenige Veränderungen. Die Duration wurde leicht auf 3,3 und das Aktienrisiko auf rund 4,7 % reduziert. Im Verlauf des Monats waren die Veränderungen allerdings erheblich höher. Die Duration variierte zwischen 2 und 5 und das Aktienrisiko schwankte zwischen 0 % und 7 %. Wir glauben, dass vor allem die USD-Rentenmärkte innerhalb einer Handelsspanne gefangen sind. Wenn sich die Rentenmärkte an die Ränder dieser Spanne bewegen, gibt uns dies die entsprechenden Signale, um die Duration anzupassen. Sollte dies in einer Berichtsperiode häufiger vorkommen, wird die Duration entsprechend aktiv gesteuert.

In der zweiten Hälfte des Monats haben wir die Fremdwährungsrisiken etwas reduziert, da sich das Eurorisiko nach der erfolgversprechenden ersten Runde der Frankreichwahl verringert hat.

Insgesamt ist der Monat erfolgreich für uns verlaufen und die laufende Performance ist um 0,44 % auf 1,18 % gestiegen.

## Ethna-AKTIV

Im Monatsverlauf haben wir die Investmentquote im Ethna-AKTIV aus taktischen Gründen leicht reduziert. Diese beläuft sich zum Monatsende auf knapp 90 %. Während sowohl die Goldposition als auch die Netto-Aktienquote dabei konstant beibehalten wurden, haben wir das positive Marktumfeld für Anleihen dazu genutzt, um Gewinne zu realisieren und Positionen zu verkaufen. Entsprechend sank die Anleihequote zum Monatsende auf knapp unter 45 %.

Die Netto-Aktienquote bewegte sich im April in einem engen Band um 30 % herum. Die Quote wird jedoch weiterhin sehr flexibel gemanagt, um taktisch auf Marktereignisse reagieren zu können. Zur kostengünstigen und effizienten Umsetzung verwenden wir wie bereits in den Vormonaten in erster Linie hochliquide Index-Futures. Dabei setzen wir den geografischen Fokus klar auf die günstiger bewerteten europäischen Aktienmärkte, die etwas mehr als die Hälfte der Aktieninvestments im Ethna-AKTIV ausmachen. Der Rest ist sowohl in

asiatischen Aktienmärkten als auch im US-amerikanischen Markt investiert. Letzterer macht aufgrund einer zunehmend anspruchsvollen Bewertung nunmehr nur noch rund fünf Prozent des Fonds aus.

Auf der Anleihequote wurde die Investmentquote auf Monatsbasis auf etwa 45 % reduziert. Hierbei handelt es sich allerdings um eine reine Vorsichtsmaßnahme, welche die Flexibilität im Fonds nochmals erhöht. Gründe für die Reduzierung der Anleihequote sind, neben der normalerweise niedrigeren Liquidität über die Sommermonate, die extrem positive Entwicklung der Credit Spreads (Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen versus Staatsanleihen) und damit einhergehend die sehr gute Performance des Anleiheportfolios seit Jahresbeginn. Entsprechend haben wir primär diejenigen Positionen reduziert und verkauft, die deutliche Kursgewinne aufwiesen. Auch die Zinssensitivität des Portfolios wurde nochmals reduziert, um die Volatilität des Gesamtportfolios zu limitieren. So haben wir die Risikoaversion im Vorfeld der ersten Runde der französischen Präsidentschaftswahl genutzt, um die Modified Duration des Portfolios schrittweise zu reduzieren, auf knapp 2. In Folge der *Risk-On*-Bewegung wurde diese zum Monatsende wieder auf rund 2,8 erhöht. Es wurden auch teilweise Gewinne auf die Absicherung realisiert. Obwohl wir die US-Rendite mit aktuell 2,3 % eher am unteren Ende der aktuellen Bandbreite zwischen 2,25 %-2,75 % sehen, erwarten wir, dass auch im Mai eine aktive Steuerung der Zinssensitivität wichtig sein wird.

Während unsere Positionen in CHF und NOK auf Monatsbasis unverändert beibehalten wurden, setzten wir den USD zur Risikosteuerung im Portfoliokontext ein. In der ersten Woche des Monats profitierte der USD noch von der anhaltenden politischen Unsicherheit in Europa und der Erwartungshaltung an die US-Fed. Diese Stärke haben wir dazu genutzt, um unsere USD-Position zwischenzeitlich fast komplett zu schließen. Erst im Vorfeld der ersten Runde der französischen Präsidentschaftswahl haben wir die USD-Quote wieder erhöht. Der Grund hierfür war, dass die USD-Position – zusätzlich zur Goldposition – die Kursentwicklung in den anderen Assetklassen im Falle einer negativen Überraschung abfedern kann und entsprechend das Risiko und die Volatilität des Gesamtportfolios limitiert.



## Ethna-DYNAMISCH

Im Ethna-DYNAMISCH haben wir die Aktienquote zum Monatsende wieder leicht auf 62 % angehoben. Die zur Absicherung von größeren und plötzlichen Verwerfungen an den Aktienmärkten mitgeführten Put-Optionen reduzieren diese Investitionsquote unter Berücksichtigung der aktuellen Marktbewertungen um rund 5 %, womit sich per Ende April eine Netto-Aktienquote von 56,9 % ergibt. Der regionale Fokus der Aktieninvestments bleibt mit rund 32 % Gewichtung im Fonds unverändert auf den europäischen Aktienmarkt gerichtet. Mit Galenica Santé und Phillips Lightning finden sich auf europäischer Seite zum Monatsende zwei kleinere neue Positionen im Fonds, während wir LEG Immobilien und Intesa weiter aufgestockt haben. Verkauft haben wir hingegen einstweilen unsere Aktien der Commerzbank. Mit rund 16 % blieb die Gewichtung Nordamerikas im Vergleich zum Vormonat unverändert. Auch auf amerikanischer Seite haben wir mit Wells Fargo einen Neuzugang zu vermelden, für den mehrere bestehende Positionen leicht reduziert wurden. Nach kleineren Positionsreduzierungen fiel schließlich der Anteil asiatischer Aktien auf rund 12 % des Fondsvolumens, wobei keine Namensveränderungen zu verzeichnen waren. Auf Sektorebene bleibt der Ethna-DYNAMISCH vor allem in Aktien aus dem Finanz-, Technologie-, Konsum- und Telekommunikationsbereich investiert. Das Aktienportfolio besticht weiterhin durch attraktive Bewertungsniveaus sowie durch ein erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10,4x und eine Dividendenrendite von 3,2 %.

Im Bereich der festverzinslichen Anlagen gab es im April weitere Umschichtungen. Zunächst wurde die Anleihe der Iamgold Corporation nach der Emission neuer Papiere mit einem tieferen Kupon frühzeitig abgerufen. Wir haben nicht an der Neuemission partizipiert und stattdessen unsere neue Position in Rackspace weiter aufgestockt. Zudem haben wir die

Anleihen der Talen Energy verkauft, nachdem es im Zuge einer übernahmebedingten Refinanzierung nicht zu den gewünschten Entwicklungen kam. Durch die getroffenen Maßnahmen sank die Gewichtung der Non-Investmentgrade-Anleihen im Fonds auf nur noch rund 5 %. Nachdem wir die Gewichtung langlaufender amerikanischer Staatsanleihen im Vormonat noch kräftig erhöht hatten, konnten wir nach einem starken Rückgang der Renditen zur Monatsmitte einige Gewinne mitnehmen und deren Gewicht wieder auf rund 9 % des Fondsvolumens reduzieren. In der Summe sanken die Anlagen im Rentenbereich somit auf rund 13,8 % des Fondsvermögens. Das verbleibende Anleihenportfolio weist aktuell eine laufende Verzinsung von 4,3 % bei einer Modified Duration von 13,8 aus.

Die Positionen in Gold und Norwegischen Kronen, die jeweils knapp 5 % des Fondsvermögens betragen, blieben im Monatsverlauf unangetastet. Durch die relativ starke Reduzierung der Renteninvestments ist der auf Euro lautende Kassenbestand des Ethna-DYNAMISCH hingegen auf 14 % angestiegen. Über alle Anlageklassen hinweg beträgt das Fremdwährungs-exposure weiterhin rund 28 %. Dabei wurde der Anteil des US-Dollar nach dem ersten Durchgang der französischen Präsidentschaftswahlen wieder auf rund 10 % erhöht, während wir zuvor den Südkoreanischen Won bereits zu Monatsbeginn mit Blick auf die aufflammenden politischen Risiken zu einem Großteil abgesichert hatten.

## Autoren >>

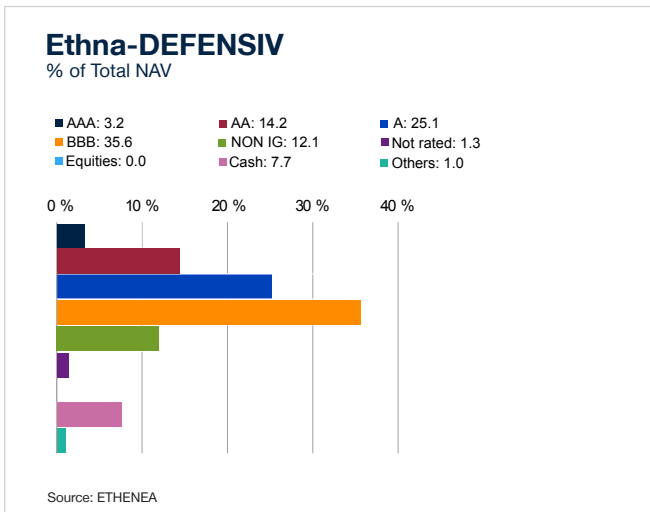
### Portfolio Management

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

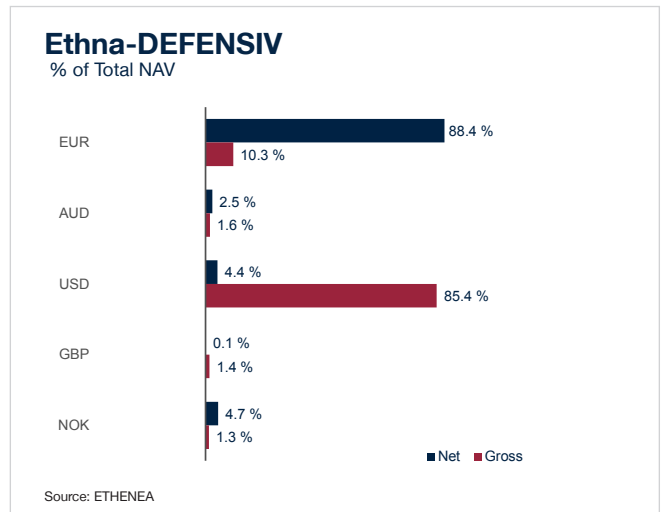


>> Möchten Sie Beiträge von unserem Head of Research sehen?

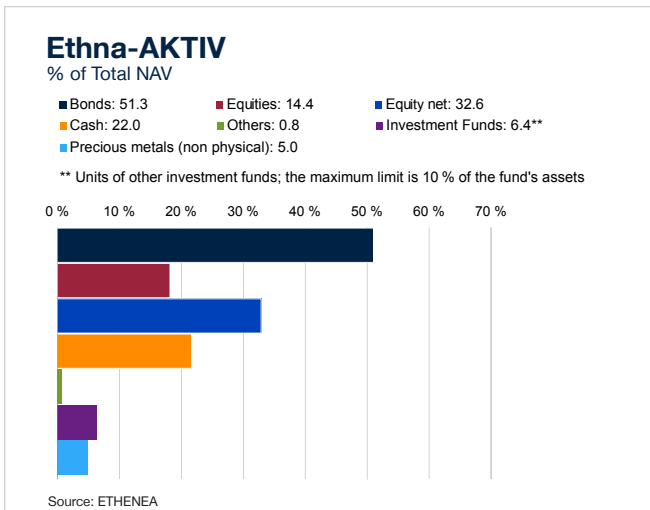
Besuchen Sie den **Videobereich** unserer Website.  
[ethenea.com/goto/videos](http://ethenea.com/goto/videos)



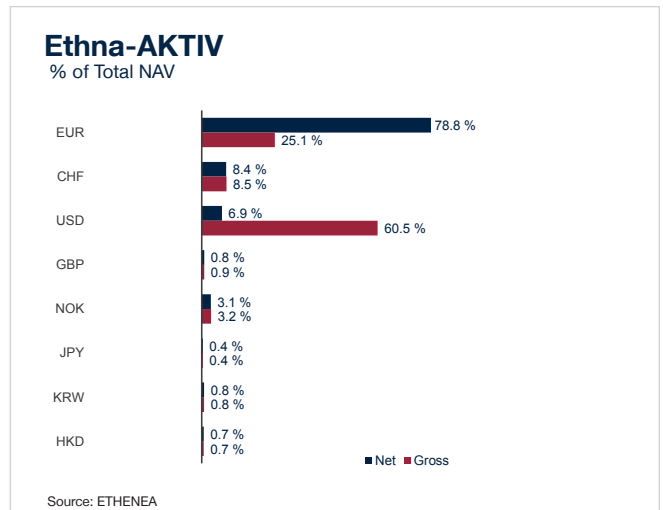
Grafik 9: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV\*



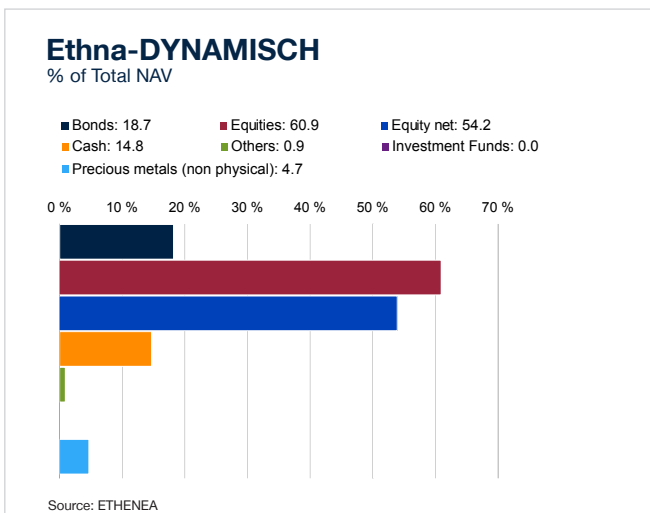
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Währungen\*



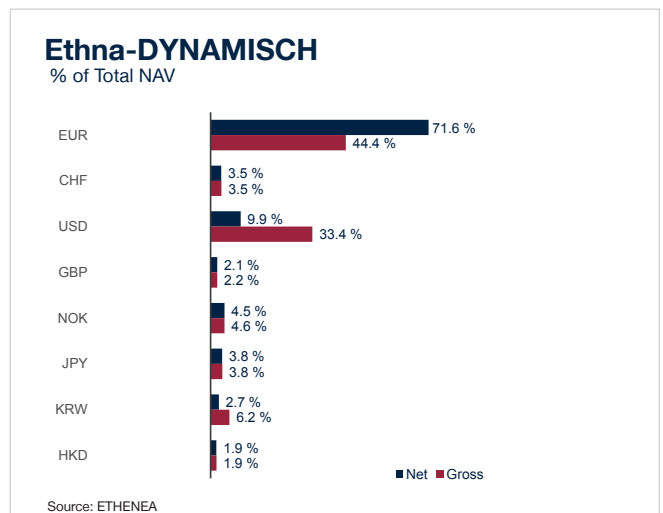
Grafik 10: Portfoliostruktur<sup>9</sup> des Ethna-AKTIV\*



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

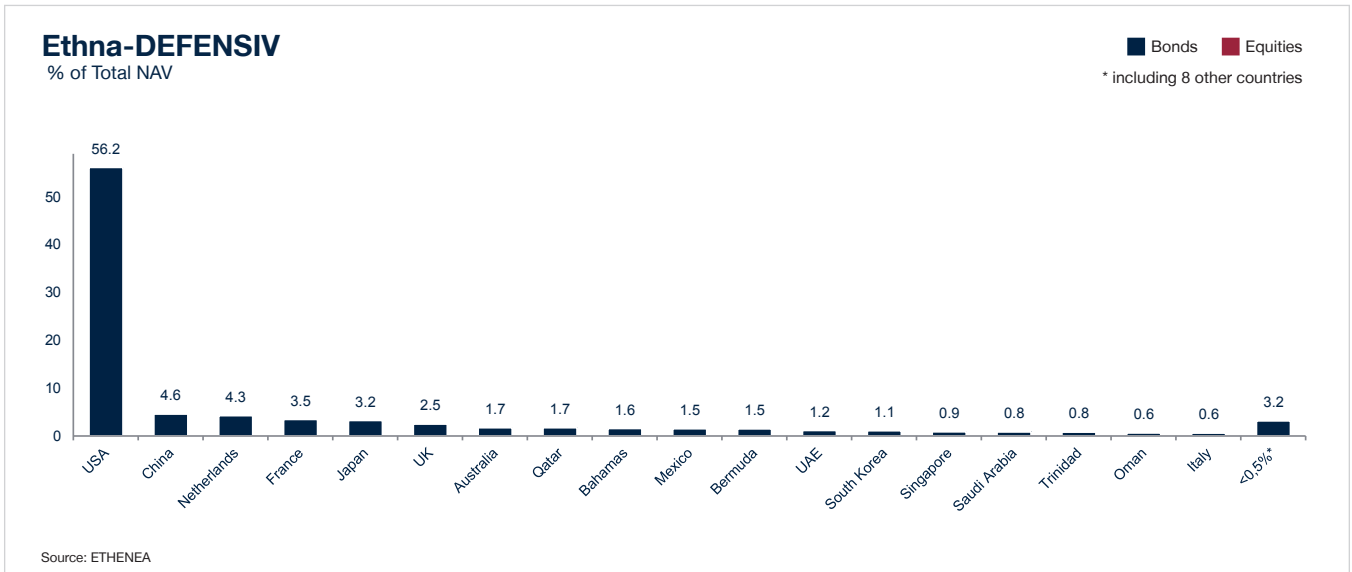


Grafik 11: Portfoliostruktur<sup>9</sup> des Ethna-DYNAMISCH\*

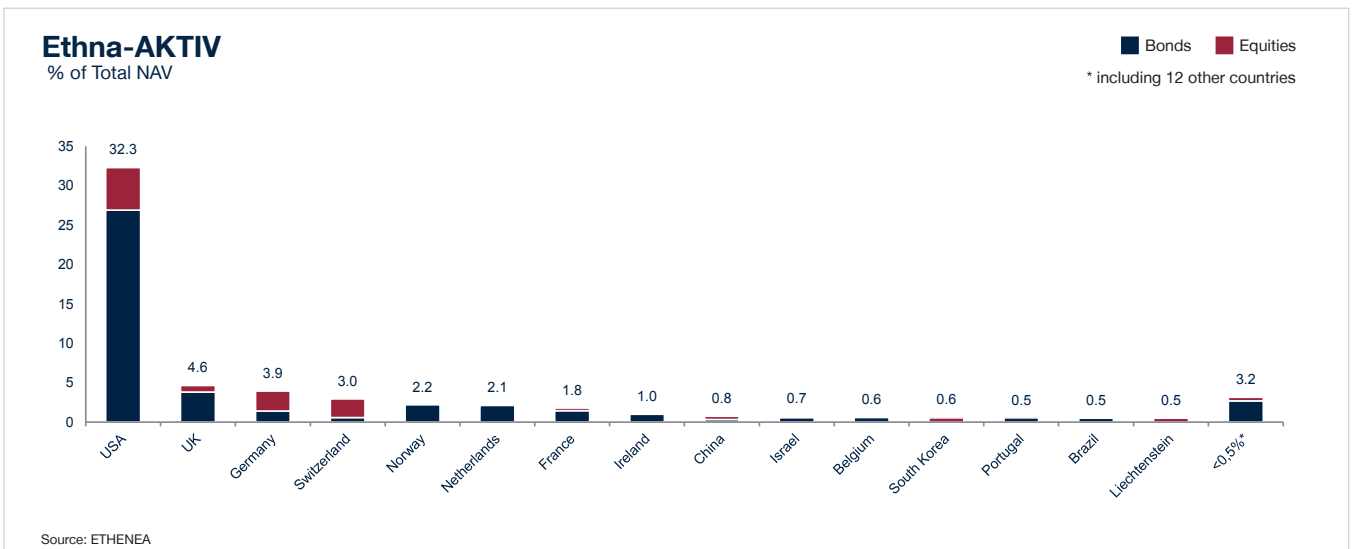


Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Währungen\*

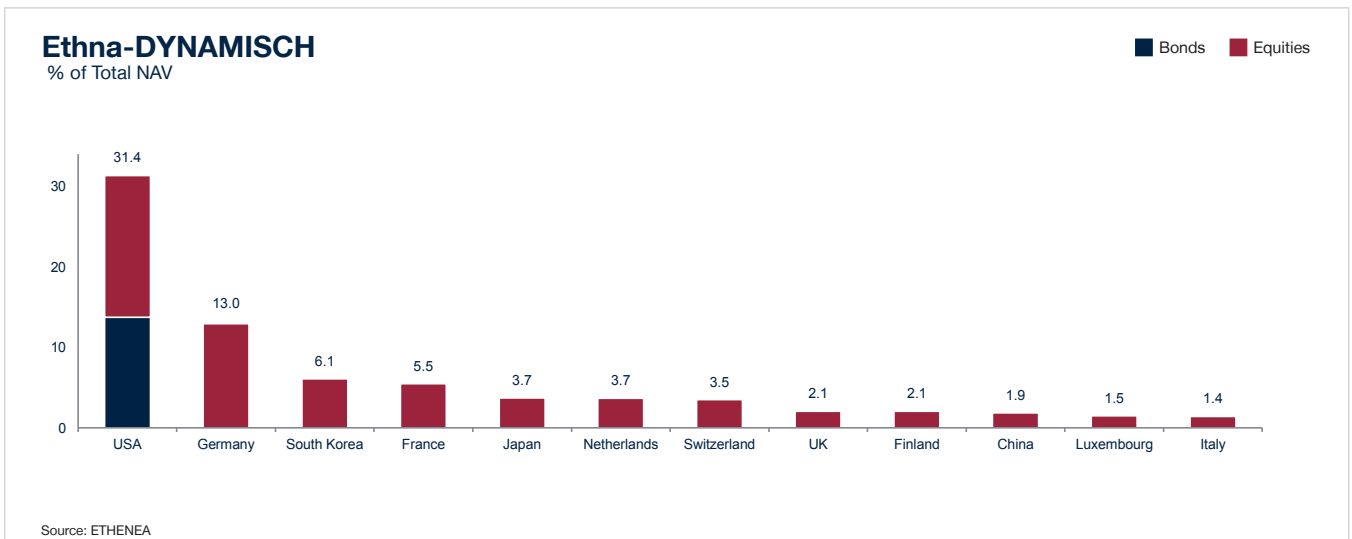
<sup>9</sup> Unter der Position „Liquidität“ (Cash) sind Festgelder, Callgelder, Kontokorrent- und sonstige Konten zusammengefasst. Die Position „Aktien Netto“ (Equity net) beinhaltet neben Direktinvestments auch Exposures aus Aktienderivaten.



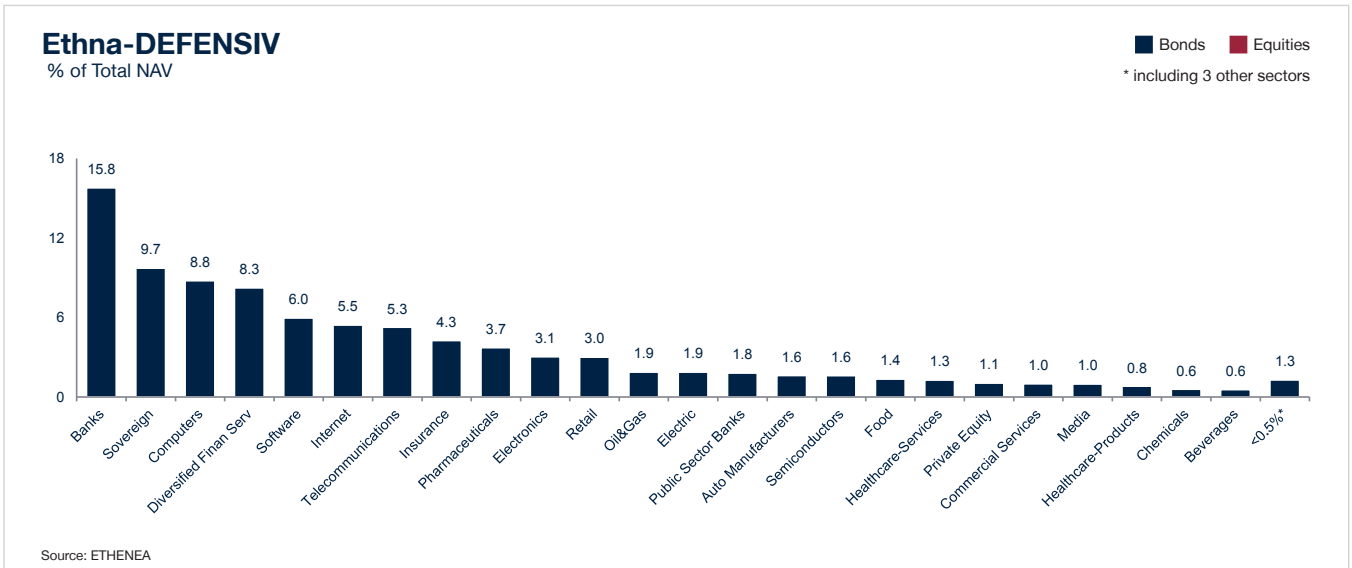
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft\*



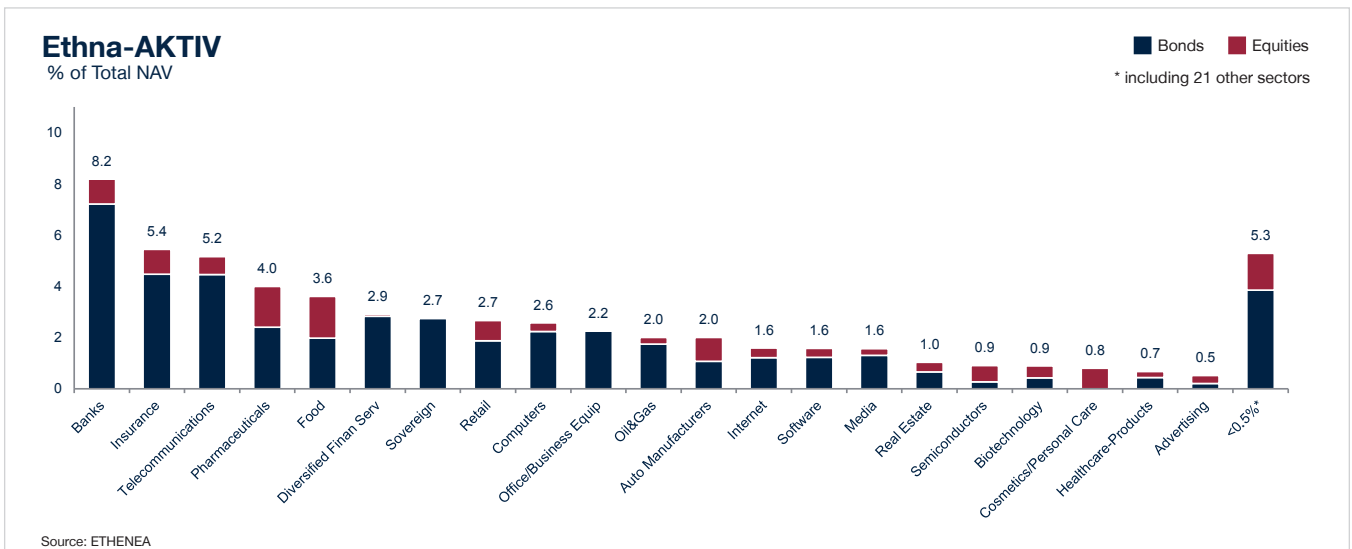
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft\*



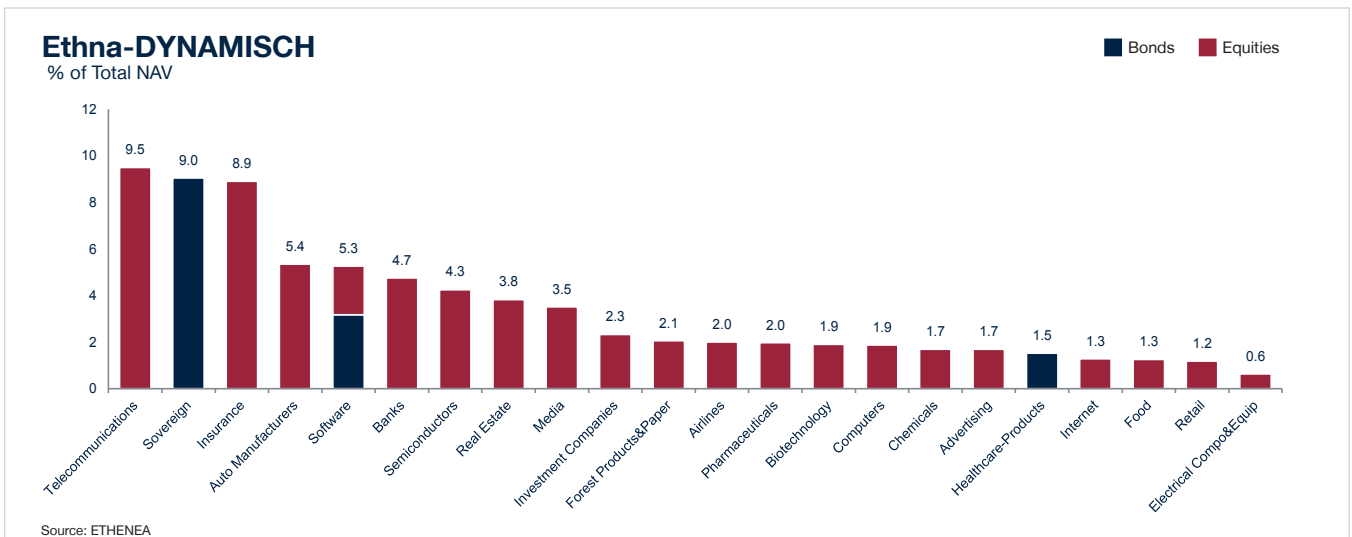
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft\*



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



Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche\*



Grafik 20: 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, 30.4.2017.