



**ETHENEA**  
managing the Ethna Funds

Nr. 7 · Juli 2017

# MARKTKOMMENTAR



## Déjà vu

Die Märkte erinnern uns ein wenig an die Zeit vor der Finanzmarktkrise: hohe Aktienbewertungen, sehr niedrige Kreditaufschläge und mehr als zweifelhafte Emittenten an den Kapitalmärkten! So auch diesmal. Argentinien schafft es, sich für 100 Jahre Geld an den Kapitalmärkten für gerade mal 7,125% zu beschaffen! Was ist aber diesmal anders gegenüber 2007?



## Inhalt >>

Ausgabe vom 30. Juni 2017

- > Déjà vu
- > Makroökonomischer Ausblick
- > Positionierung der Ethna Funds

info@ethenea.com | ethenea.com



## Déjà vu

**Die Märkte erinnern uns ein wenig an die Zeit vor der Finanzmarktkrise: hohe Aktienbewertungen, sehr niedrige Kreditaufschläge und mehr als zweifelhafte Emittenten an den Kapitalmärkten! So auch diesmal. Argentinien schafft es, sich für 100 Jahre Geld an den Kapitalmärkten für gerade mal 7,125% zu beschaffen! Was ist aber diesmal anders gegenüber 2007?**

Das Ende des ersten Halbjahres 2017 hat Interessantes offenbart. Das Kreditrisiko wird mal wieder massiv falsch bewertet und das Risiko eines Zinsanstiegs in der Eurozone massiv überbewertet.

Zinsaufschläge für Unternehmensanleihen und andere Kreditprodukte befinden sich nahe ihrer Allzeittiefstände, und das in allen Märkten. Das ist in erster Linie nur leicht beunruhigend, aber irgendwo auch verständlich, denn schließlich haben wir aktuell sehr niedrige Ausfallraten zu verzeichnen und die niedrigen Refinanzierungskosten helfen auch den Unternehmen, ihren Schuldendienst erfolgreich zu leisten. Erheblich beunruhigender ist die Tatsache, dass es die Republik Argentinien am 19.6.2017 geschafft hat, sich am Kapitalmarkt fast USD 3 Milliarden zu leihen. Für 100 Jahre! Für unter 8% Rendite! Argentinien hat es seit seiner Unabhängigkeit im Jahre 1816 geschafft, von einem der reichsten Länder der Welt zu einem Land zu werden, das mehr als 7 Mal in den Staatsbankrott lief. Der Default in 2001 war mit über USD 100 Milliarden der größte Staatsbankrott aller Zeiten<sup>1</sup>. Der Versuch einer Einigung hat zuletzt 2014 zu einem technischen Bankrott geführt. Trotzdem scheint es genug verzweifelte Seelen zu geben, die sich zutrauen,

mit dieser Art von Investition Geld verdienen zu können. Wie hingegen, entzieht sich etwas meinem Verständnis. Die Argumentation, die angebracht wird, dass man doch lediglich 15 Jahre lang den Coupon von 7,125% erhalten müsse, um sein Geld zurückzubekommen, lasse ich nicht gelten. Schließlich hätte ich dann auch nur mein Geld in USD zurück, was mir als Euro Anleger nur bedingt hilft. Die tatsächlichen Erträge in Euro liegen doch eher bei 5% p.a. bei Annahme einer jährlichen Währungsabsicherung. Nun benötigt der Anleger schon 20 Jahre, bevor „er sein Geld zurück hat“.

Wenn man nun schaut, was der Credit Default Swap (CDS) -Markt zu Argentinien sagt, dann stellt man schnell fest, dass die Kreditausfallversicherung über 10 Jahre für Argentinien über 400 Basispunkte kostet, was eine Ausfallwahrscheinlichkeit von 44% impliziert. Ich würde aber 20 Jahre lang keinen Default benötigen, um zumindest kein Geld zu verlieren, was ja immerhin nur ein Minimumziel sein kann. Dies soll kein Petitum dafür sein, dass man bestimmte Namen oder Risiken grundsätzlich vermeiden sollte, aber der Preis für das jeweilige Risiko sollte stimmen. Und 7,125% per annum für 100 Jahre Argentinien-Risiko in USD scheint erheblich zu wenig sein.

<sup>1</sup> Griechenland zählt hier nicht, da das Land ja seit Einführung des Euros nicht offiziell Bankrott gegangen ist.

Egal, wie man es dreht und wendet, in einigen Marktsegmenten übertreibt der Markt wieder einmal hoffnungslos. Für diejenigen, die alt genug sind, kommen Erinnerungen an die Zeit vor der Finanzmarktkrise auf. Auch damals sind Ausfallwahrscheinlichkeiten völlig unterschätzt und falsch gepreist worden. Die Adjustierung auf korrekte Preisniveaus fanden ungeordnet statt und führten zu Übertreibungen in die andere Richtung. Mit den entsprechenden und bekannten Folgen.

Die aktuelle Situation ist natürlich nicht direkt mit 2007 vergleichbar. Die Märkte sind stärker reguliert, die Banken und Versicherungen erheblich besser kapitalisiert und die Zentralbanken und Aufsichtsbehörden involvierter. Trotzdem wäre ich nicht überrascht, wenn wir in den nächsten Monaten, ähnlich wie zu Beginn des vergangenen Jahres, eine deutliche Korrektur an den Kreditmärkten sehen würden. Der Auslöser für so einen Abverkauf kann eine Kleinigkeit sein, wie der sprichwörtliche Schlag eines Schmetterlingsflügels aus der Chaostheorie (Edward N. Lorenz). Die lange Phase der relativen Ruhe, die sich ja auch in den niedrigen Ständen der Volatilitätsindizes der Aktienmärkte widerspiegelt, führt quasi schon zwangsläufig zu einer Schreckhaftigkeit der Marktteilnehmer. Man dämmert vor sich hin und erschrickt vor dem Wehen der Gardine im Wind. Ein Thema, welches wir schon öfters erörterten. Man muss sich immer wieder bewusst dem Risiko stellen, um hier Fehlverhalten vorzubeugen.

Nun kann ich den Kommentar nicht beenden, ohne auf das eingangs erwähnte Risiko des Zinsanstiegs einzugehen. Die Kapitalmärkte haben die Rede von Mario Draghi in Sintra in der letzten Juniwoche zum Anlass genommen, deutliche Korrekturen ihrer Zinserwartungen vorzunehmen. Die europäischen Rentenmärkte sowie der USD-Markt korrigierten innerhalb von wenigen Tagen um 20 Renditebasispunkte im 10-Jahres Laufzeitsegment nach oben. Durchschnittlich

eine Korrektur von 1,50 Preispunkten nach unten. In einer Zeit, wo man sich über geringe Gewinne freuen muss, ist das ein deutlicher Rückschlag in der Jahresperformance vieler professionellen Anleger. Tatsächlich sind das natürlich nur sehr kleine Bewegungen, die nur im Zusammenhang mit der großen Langeweile davor für Aufregung sorgen. Aber sind sie denn überhaupt gerechtfertigt? Draghi sprach nur das aus, was längst Gewissheit ist. Europa befindet sich auf einem gesunden Wachstumspfad und die Zeiten von unkonventionellen Maßnahmen nähern sich dem Ende entgegen. Allerdings ist der Zeitpunkt von echten Zinserhöhungen sicherlich noch einige Quartale entfernt. Bundesanleiherenditen über 100 Basispunkte niedriger als die Inflationsrate macht auf Dauer auch nur begrenzt Sinn für Anleger. Es ist klar, dass im Zuge der Normalisierung des Geldmarktes auch eine gewisse Normalisierung der Renditen erfolgen wird. In den Vereinigten Staaten hat die Notenbank bereits vier Zinserhöhungen durchgeführt, ohne enorme Verwerfungen auf den Rentenmärkten zu verursachen. Da hat die Wahl des Herrn Trump zu deutlich größeren Kursbewegungen geführt. Wir erwarten daher lediglich in Europa leicht steigende Renditen. In den USD-Märkten sind wir weiterhin eher konstruktiv und nutzen die momentane Schwäche, um fair bewertete Unternehmensanleihen unseren Portfolios beizufügen.



## Autoren >>

**Guido Barthels**  
 Portfoliomanager  
 ETHENEA Independent  
 Investors S.A.

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

# Makroökonomischer Ausblick >>

## Die Bilanz der US-Notenbank

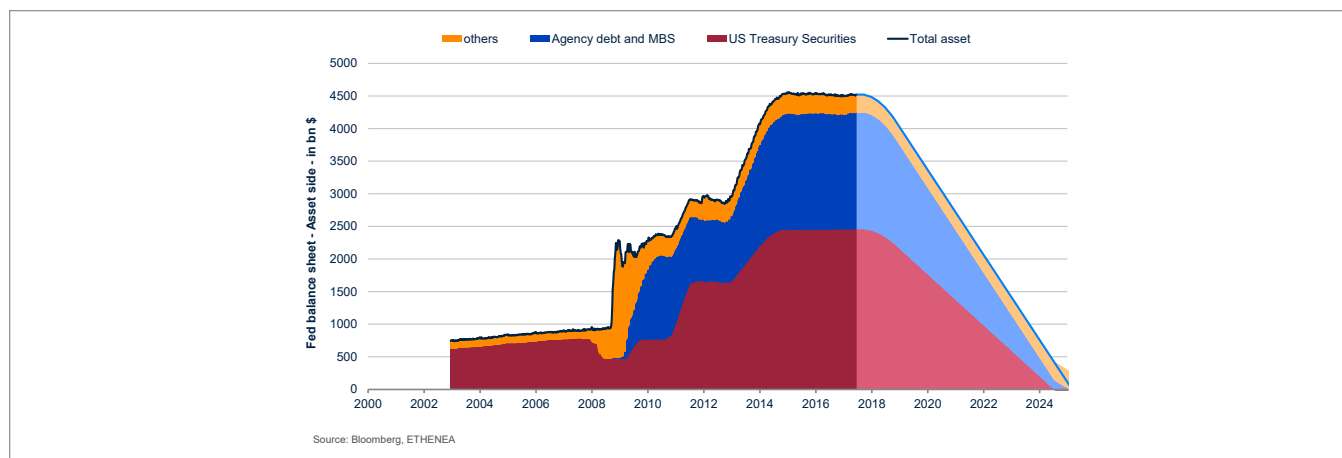
Ein robustes Wirtschaftswachstum, eine niedrige, aber stabile Inflation und ein starker Arbeitsmarkt prägen derzeit weltweit und insbesondere in den USA die konjunkturelle Lage. Vor diesem Hintergrund erhöhte die US-Notenbank (Fed) ihren Leitzins im letzten Monat auf eine Spanne von 1,00% bis 1,25% – die vierte Anhebung im aktuellen Straffungszyklus. Von größerer Bedeutung war jedoch die Entscheidung der Fed, im späteren Jahresverlauf mit einer Reduzierung ihrer Bilanz zu beginnen. Wie rasch und in welchem Ausmaß sie diese Pläne umsetzen kann und welche Konsequenzen sich daraus für den Kreditmarkt und das Niveau der langfristigen Zinsen ergeben, wollen wir im Folgenden näher beleuchten.

Mit der Ausweitung ihrer Bilanz hatte die Fed buchstäblich am Tag nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 begonnen, und dies in einem beispiellosen Tempo: Nach zahllosen Liquiditätsspritzen und verschiedenen Runden der quantitativen Lockerung (QE) ist die Bilanzsumme seitdem von rund 1 Billion USD auf 4,5 Billionen USD gestiegen. Nach Aussage der Fed soll die Bilanzreduzierung allmählich und in vorhersehbarer Weise erfolgen<sup>2</sup>. Auf der Aktivseite der Bilanz der US-Notenbank finden sich im Wesentlichen zwei Arten von Vermögenswerten: US-Treasuries sowie eine Mischung aus Agency-Papieren (Fannie Mae und Freddie Mac) und Mortgage-Backed Securities (MBS). Der Plan der Fed besteht darin, die Erlöse aus fällig gewordenen Anleihen mit einem zuvor festgelegten Tempo nicht erneut zu investieren. Beginnen will sie dabei mit einem Umfang von 10 Milliarden USD in den ersten Monaten,

der im Verlauf von zwölf Monaten schrittweise auf einen Höchstwert von 50 Milliarden USD ausgeweitet wird. Der genaue Anlauftermin für diesen Prozess ist zwar noch nicht bekannt, wir rechnen in unserer Analyse jedoch mit einem Start im Oktober, zu Beginn des vierten Quartals. Gemäß unserer Simulation in Abbildung 1 wird sich die Bilanzsumme recht schnell reduzieren und schließlich irgendwann im Jahr 2025 auf null sinken – was natürlich keinen Sinn ergibt. Um zu entscheiden, wie weit die Bilanz abgebaut werden kann, müssen wir folglich nicht die Aktiv-, sondern vielmehr die Passivseite untersuchen.

Die Passivseite einer Zentralbankbilanz ist aus geldpolitischer Sicht tatsächlich aufschlussreich, denn sie bildet den Ursprung für die Geldbasis, das sogenannte Zentralbankgeld. Die Geldbasis besteht aus dem im Umlauf befindlichen Bargeld (Banknoten) und den Reserven der Geschäftsbanken (Mindest- und Überschussreserven). Der Bargeldumlauf ist stabil und bildet einen wichtigen Bestandteil der Geldbasis, dessen Höhe davon abhängt, inwieweit die Bevölkerung Banknoten anderen Barmitteln, etwa Kreditkarten, vorzieht. Die Mindestreserven sind der Mindestbetrag an Barmitteln, den Geschäftsbanken bei der Zentralbank halten müssen. Wie Abbildung 2 deutlich zeigt, hat die massive Bilanzausweitung der Fed mit keiner dieser beiden Komponenten etwas zu tun.

Die Überschussreserven bestehen aus den bei der Zentralbank gehaltenen Barmitteln der Geschäftsbanken, die die gesetzlich vorgeschriebene Mindestreserve übersteigen. Diese Mittel werden oft als brachliegendes Kapital betrachtet, da sie nicht dazu genutzt werden, über Kreditvergaben die

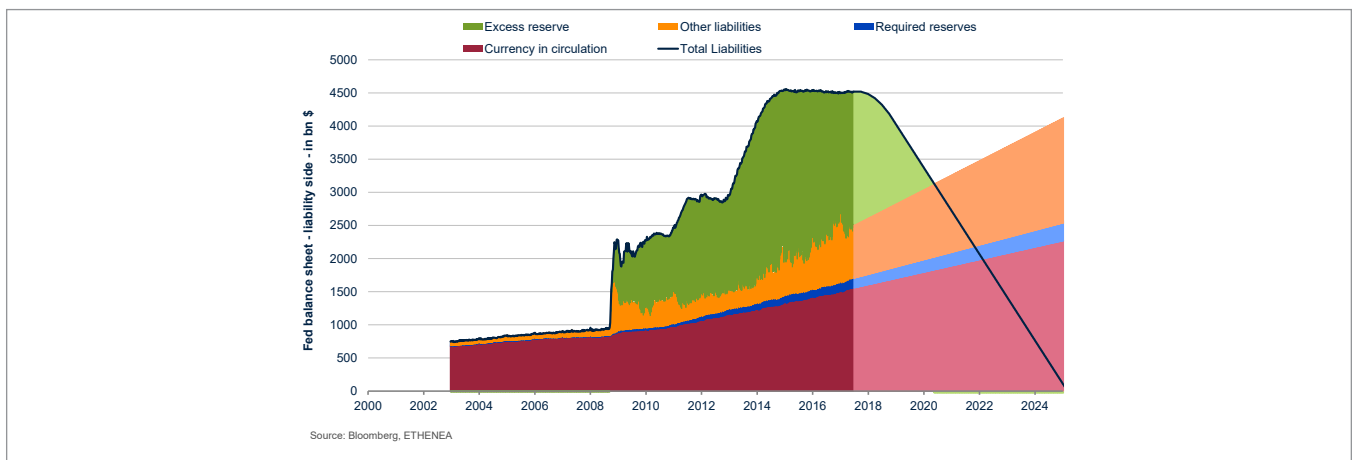


Grafik 1: Federal Reserve Aktiva (vergangene, aktuelle, zukünftige)

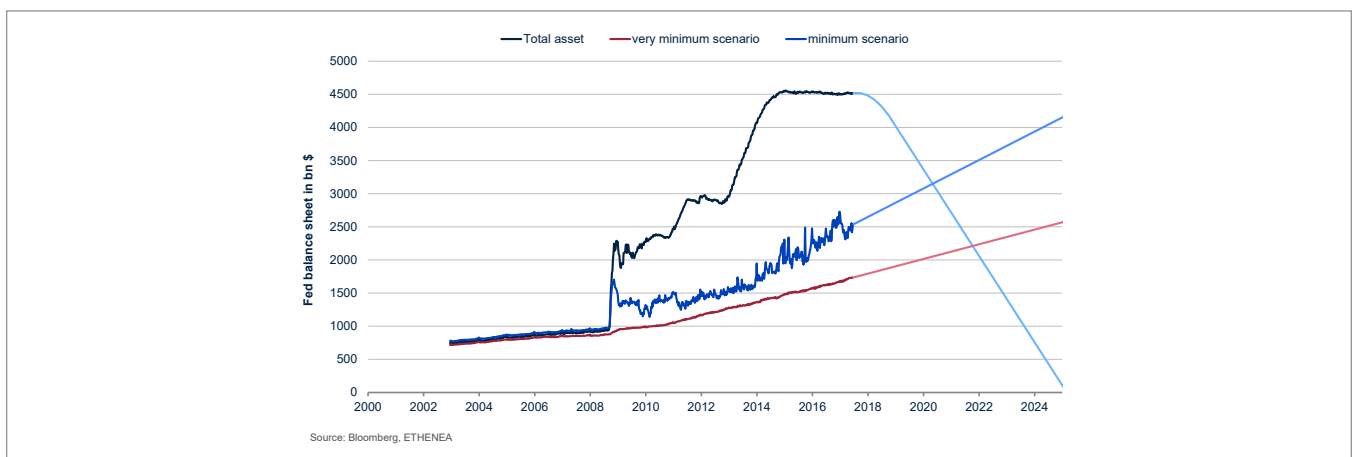
Investitionstätigkeit zu fördern. Ohne näher auf die Einzelheiten einzugehen: Diese Einschätzung ist falsch. Die Kreditschöpfung oder -verknappung durch die Geschäftsbanken hat keine Auswirkungen auf die Bilanz der Zentralbank. Zumal die QE-Programme nicht entwickelt wurden, um die Kreditvergabe anzukurbeln, sondern um eine stärkere Nachfrage nach spezifischen Vermögenswerten wie US-Treasuries, Agency-Papieren und MBS zu schaffen. Eine Bilanzverkürzung der Fed, die eine quantitative Straffung darstellt, mindert daher in keiner Weise die Fähigkeit der Geschäftsbanken zur Kreditausweitung, sondern verändert vielmehr die Nachfrage nach den spezifischen Vermögenswerten. Der letzte Bilanzposten, die „Sonstigen Verbindlichkeiten“, hat nach der globalen Finanzkrise an Bedeutung gewonnen, da die Fed zu einem wichtigen Akteur am Markt für Interbankenkredite geworden ist, seit sie sogenannte Reverse-Repo-Geschäfte anbietet, um dem Bankensektor Zugang zu kurzfristiger Liquidität zu verschaffen.

Nachdem wir die Aktiv- und die Passivseite der Fed-Bilanz erläutert haben, können wir die Frage beantworten, wie stark sich diese Bilanz reduzieren lässt. Wie aus Abbildung 2 ersichtlich ist, ergibt sich die absolute Mindestgröße der Fed-Bilanz aus dem Bargeldumlauf und den erforderlichen Mindestreserven. Dieses *absolute Extremszenario* ist jedoch aller Voraussicht nach eine zu gewagte Prognose, da die Fed weiterhin auch andere Verbindlichkeiten (Reverse Repos) in ihrer Bilanz halten dürfte. Somit ergeben sich zwei Szenarien: Eine Bilanz, die jeweils aus den roten und blauen Bereichen besteht (absolutes Extremszenario), oder eine Kombination aus den roten, blauen und orangefarbenen Bereichen (Extremszenario).

Zentralbanken unterscheiden sich zwar in vielerlei Hinsicht von anderen Wirtschaftsakteuren, doch auch in ihrer Bilanz müssen Aktiv- und Passivseite die gleiche Summe aufweisen. Indem wir die Diagramme aus Abbildung 1 und



Grafik 2: Passiva der Federal Reserve-Bilanz (Geldbasis auf Anfrage)



Grafik 3: Die Bilanzsumme der Federal Reserve nach unterschiedlichen Szenarien

2 in Abbildung 3 kombinieren und vereinfachen, erhalten wir eine Vorstellung davon, in welchem Umfang und mit welcher Geschwindigkeit die Fed ihre Bilanz reduzieren wird und wann sich die Bilanzsumme stabilisiert. Gemäß unseren Simulationen wird die Bilanzsumme im Mai 2020 mit 3,16 Billionen USD unser *Extremszenario* und im Oktober 2021 mit rund 2,216 Billionen USD unser *absolutes Extremszenario* erreichen. Nach unserer Einschätzung wird die Fed auch künftig als wichtiger Akteur an den Geldmärkten auftreten und dürfte daher den Abbau ihrer Bilanz am oberen Ende unserer Schätzungen beenden. Zu beachten ist, dass diese Szenarien von einer Fortsetzung der aktuellen Wirtschaftsbedingungen ausgehen (robustes Wirtschaftswachstum, geringe, aber stabile Inflation und starker Arbeitsmarkt) und bei Bedarf angepasst werden, beispielsweise bei einem Anstieg der Inflation oder einer deutlichen Wachstumsabkühlung. Dabei sollten wir die langfristige Entwicklung nicht aus den Augen verlieren: Wenn die Fed ihre Bilanzsumme bis zum Sommer 2020 um ein Drittel auf 3 Billionen USD verkürzt, hat die Bilanz immer noch den dreifachen Umfang wie vor der globalen Finanzkrise<sup>3</sup>. Um dieses Niveau zu erreichen, wird die US-Notenbank 1,5 Billionen USD aus fälligen Wertpapieren nicht erneut investieren, 900 Milliarden USD aus Treasuries und 600 Milliarden USD aus Agency Papieren und MBS.

Welche Auswirkungen die Reduzierung der Fed-Bilanz auf die Renditen von Treasuries haben wird, lässt sich nur schwer abschätzen – eine definitive Antwort auf diese Frage ist bisher nicht möglich. Im Gegensatz zum sogenannten Taper

Tantrum des Jahres 2013, bei dem die Ankündigung, das QE-Programm zu beenden, einen drastischen Kursrutsch bei US-Staatsanleihen auslöste, hat die offizielle Bekanntgabe der geplanten Bilanzreduzierung bisher keinerlei Auswirkungen auf die Zinsen gehabt. Der Verkauf von Treasuries im Umfang von 900 Milliarden USD im Verlauf von 3 Jahren entspricht einem Verkaufstempo von 2% aller ausstehenden marktgängigen Papiere pro Jahr. Das Congressional Budget Office, die für den Haushalt zuständige Behörde des US-Kongresses, rechnet in den nächsten zehn Jahren mit einem Anstieg der Staatsschulden um mehr als 5% pro Jahr. Vor diesem Hintergrund halten wir die Auswirkungen der Fed-Maßnahmen auf die Renditen von US-Staatsanleihen für eher begrenzt. Die Schuldentragfähigkeit, das Wachstum und die Inflation werden unserer Ansicht nach für die Höhe der Anleihenrenditen eine wichtigere Rolle spielen als die Fed. Nach unserem Szenario dürfte die Rendite zehnjähriger Treasuries 3% nicht übersteigen. Dieses Niveau ist im historischen Vergleich niedrig, stellt gegenüber dem heutigen Stand jedoch einen deutlichen Anstieg dar.

## Autoren >>

**Yves Longchamp, CFA**

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

<sup>2</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170614c.htm>

<sup>3</sup> Zu beachten ist, dass unser Szenario von einer erneuten Bilanzausweitung der Fed nach dem Sommer 2020 ausgeht.



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

Sie finden sie im Bereich **Video** auf unserer Website.  
[ethenea.com/goto/videos](http://ethenea.com/goto/videos)

# Positionierung der Ethna Funds >>



## Ethna-DEFENSIV

Im Juni gab es keine allzu großen Veränderungen im ETHNA-DEFENSIV. Obwohl die US Renditen um 10 bps und die Bundesanleihen gar um 16bp gestiegen sind- getrieben von einer überraschend „hawkish“ positionierten FED, EZB und BOE- der DAX 300 Punkte verloren hat und der EUR/USD von 1,12 auf 1,14 gestiegen ist, schaffte es der ETHNA-DEFENSIV 11 Cent zuzulegen. Dies spricht weiterhin für eine gute Mischung und Risikostreuung innerhalb der verschiedenen Assetklassen.

Bei den Anleihen haben wir im Juni 10% des Bestandes reduziert. Dabei prüften wir das Portfolio systematisch auf 2 Kriterien. Anleihen, die insgesamt eine überdurchschnittliche Performance vorweisen konnten, wurden teilweise oder ganz verkauft. Auch von „teuren“ Bonds innerhalb der jeweiligen Peer-Gruppe, haben wir uns getrennt. Die meisten Bonds kamen aus dem Single A-Ratingbereich. Dies bedeutet, dass wir die Cash-Quote aktuell um besagte 10% auf fast 16% hochgestockt haben. Der Löwenanteil, nämlich 33% resp. 20% sind in Anleihen mit Rating BBB und A investiert. Daraus ergibt sich ein Durchschnittsrating von BBB+/A-. Die brutto Modified Duration des Portfolios liegt bei knapp über 6. Durch das konsequente Hedging lag die Nettosensitivität Ende Juni jedoch bei 2,15. Wir haben weiterhin gezielt versucht Alpha im Portfolio zu generieren. Whole Foods wurde von Amazon gekauft, unser Bond hat einen Sprung von 8% gemacht und wir haben auch Anleihen gekauft, die unter die Regularien von Basel III fallen, und von denen wir glauben, dass sie frühzeitig „gecalled“ werden könnten. Dabei haben wir auch eine Position von der französischen Sparkasse BPCE ins Portfolio aufgenommen bei 96% und das 2 Tage bevor die Bank angekündigte diese Anleihe bei der nächsten Fälligkeit bei 100% zurückzunehmen.

Bei den Aktien haben wir die Quote leicht angepasst. Konkret hatten wir Ende Juni 1% mehr als im Vormonat. Netto stand der ETHNA-DEFENSIV bei knapp unter 6%. Anteilsmäßig haben wir USA und Europa fast gleichgewichtet. In der Korrektur Ende Juni wurden wir im Eurostoxx ausgestoppt und haben die Position über den Dax wieder aufgebaut. Im US Markt ist die Position gleichmäßig zwischen S&P500 und Nasdaq100 verteilt.

Im Bereich der Devisen gab es wenig Veränderungen. Wir haben im ETHNA-DEFENSIV unser Exposure im USD bei

einem Preis knapp über 1,14 um 0,5% erhöht. Des Weiteren haben wir nochmal die Quote im Mexican Peso um 0,5% auf 1,5% erhöht. Die Pesos wurden in kurzläufige Bonos (2 Jahre) investiert, die eine Rendite von 7% YTM haben.

## Ethna-AKTIV

Bewegten sich die Märkte in den ersten drei Wochen des Monats noch in engen Bandbreiten, so sorgte Mario Draghis „Mini-Taper-Tantrum“ für höhere Volatilität in der letzten Juni-Woche. Die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen stiegen in nur einer Woche über 20 Basispunkte und die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen über 15 Basispunkte. Gleichzeitig verlor der DAX über 3% und der EURUSD-Wechselkurs erreichte einen neuen Höchststand seit Mai 2016. Und das obwohl auf Basis der makroökonomischen Daten keine fundamentale Änderung ersichtlich war.

Aufgrund der Gefahr von höherer Volatilität über die Sommerwochen, hatten wir uns bereits über die letzten Wochen vorsichtiger und defensiver aufgestellt.

- Mit einer Investmentquote von knapp 80% und einer breiten Diversifikation bleibt der Fonds weiterhin vorsichtiger und defensiver aufgestellt. Hierdurch besitzt der Fonds die Flexibilität zeitnah Opportunitäten wahrzunehmen und gleichzeitig von Marktkorrekturen weniger stark betroffen zu sein.
- Wir nutzten die Möglichkeit bei der starken EURUSD-Bewegung Schrittweise wieder eine USD-Position von knapp 9% aufzubauen und sehen mittelfristig keine Änderung der seit Anfang 2015 bestehenden Handelsbreite von 1,05 bis 1,15. Gleichzeitig ist die kurzfristige Erwartungshaltung der Marktteilnehmer bzgl. der FED zu „dovish“ während sie bezüglich der EZB zu „hawkish“ ist, weshalb wir hier eine Normalisierung erwarten.
- Die Anleihequote wurde auf über 44% erhöht. Der Fokus hierbei liegt auf kurzfristigen USD-denominierten Unternehmensanleihen mit Investmentgrade-Rating. Aufgrund einzelner, teilweise sehr teurer Anleihen im aktuellen Marktumfeld, sowie negativer Sektorentwicklungen (z.B. US-Retail) ist und bleibt eine genaue Einzeltitelselektion elementar für den Erfolg.
- Gleichzeitig wurde die Zinssensitivität, gemessen in der modified Duration, nochmals deutlich auf unter 2

reduziert. Insbesondere hierdurch konnten die negativen Auswirkungen auf den Fonds minimiert werden. Aufgrund des weiterhin niedrigen Zinsniveaus und der hohen Volatilität erwarten wir aber auch, dass eine aktive Durationssteuerung notwendig bleibt, um eine adäquate Performance zu erwirtschaften.

- Auf der Aktienseite hatten wir bereits im Vorfeld der Korrektur unser Exposure weiter leicht auf ca. 15% reduziert. Die kurzfristige Korrektur nutzten wir entsprechend um unser Exposure wieder bei attraktiven Einstiegspreisen auf über 18% zu erhöhen.

Wir erwarten auch für die kommenden Wochen temporär höhere Volatilität. Aus diesem Grund ist der Fonds insgesamt weiterhin vorsichtig aufgestellt und besitzt aufgrund der zur Verfügung stehenden Liquidität ausreichend Flexibilität um Opportunitäten wahrzunehmen. Sollte es nötig werden, erlaubt uns der Einsatz von liquiden Instrumenten wie Futures, den Fonds schnell noch vorsichtiger zu positionieren.

## Ethna-DYNAMISCH

Im Ethna-DYNAMISCH haben wir im Juni nur kleinere Adjustierungen vorgenommen und im Wesentlichen die strategische Ausrichtung der Vormonate fortgeführt. Auf den Punkt gebracht bedeutet dies:

- Der Fonds partizipiert weiterhin deutlich an der Aktienmarktentwicklung mit einer überdurchschnittlichen Aktienquote von 63,7%.
- Gleichzeitig ist das Aktienportfolio weitestgehend gegen stärkere Kursrückgänge durch den Einsatz von Put-Optionen abgesichert, wodurch die Netto-Aktienquote bei 52,4% liegt.
- Der regionale Fokus der Aktieninvestments liegt in Europa (35,0% des Fonds), da dort die Bewertungen günstiger sind und gleichzeitig das fundamentale Momentum attraktiver ist. 16,0% sind in USA investiert und 12,7% in Asien.
- Anleihen sind mit 8,8% kaum noch Bestandteil der aktuellen Allokation und teilen sich je zur Hälfte auf langlaufende US-Staatsanleihen (zur Risikostreuung) und hochverzinsten Unternehmensanleihen auf.

- Gold bleibt mit 4,4% Gewicht im Fonds ein zusätzlicher Portfoliobaustein zur Verbesserung der Risikobalance des Ethna-DYNAMISCH.

Im Detail haben wir im Monatsverlauf die Aktienquote leicht ausgebaut, da sich vor allem in Europa eine Reihe von Opportunitäten bot: So haben wir an zwei IPOs teilgenommen (die französische Autoleasing-Gesellschaft ALD sowie die irische Bank Allied Irish Banks wurden an die Börse gebracht), erstmalig wieder dividendenstarke Öl-Unternehmen ins Portfolio aufgenommen (Total und Royal Dutch Shell) und darüber hinaus das deutsche Softwareunternehmen SAP, die niederländische ABN AMRO Bank, den amerikanischen Online-Bezahldienst PayPal sowie das japanische Bauunternehmen Daito Trust Construction als neue Investments verbucht. Im Gegenzug wurden die niederländische Versicherung ASR, die schweizerische Apothekengruppe Galenica, die US-Bank Wells Fargo sowie der Online-Marktplatzbetreiber eBay komplett aus dem Fonds veräußert.

Innerhalb des Anleihenportfolios haben wir Juni zwei der fünf US-Staatsanleihen verkauft und die resultierenden Gewinne eingeloggt. Das Chance-Risiko-Verhältnis hatte sich im Zuge fallender Renditen kontinuierlich verschlechtert, die entsprechende Quote im Fonds ist von 7,5% auf 4,4% gesunken. Ein Großteil des Cashbestands von 21,9% (4,3% in der Norwegischen Krone) resultiert derzeit aus einem offensichtlichen Mangel an attraktiven Anlagemöglichkeiten im Bereich der Festverzinslichen. Gerade im nach wie vor andauernden Niedrigzinsumfeld verstehen wir den Kassenbestand jedoch als aktiven Teil der Portfolioallokation und sehen im disziplinierten Warten auf rentable Investments einen deutlichen Vorteil gegenüber dem sturen ‚Investiert seins um jeden Preis‘.

## Autoren >>

### Portfoliomanagement

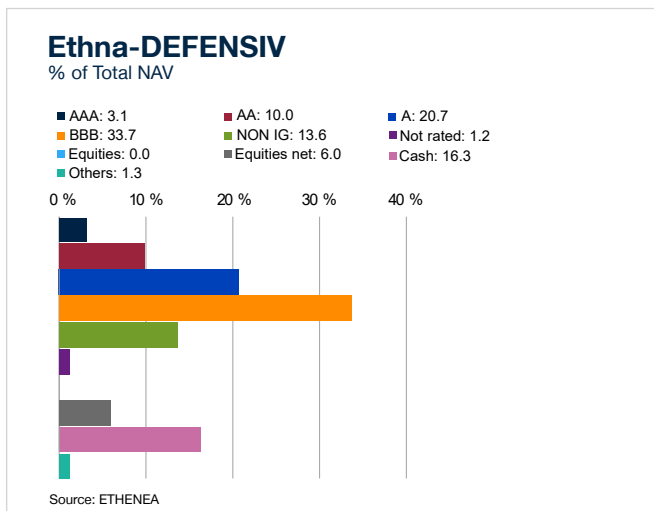
Guido Barthels, Thomas Herbert, Luca Pesarini, Christian Schmitt, Daniel Stefanetti, Peter Steffen, Arnoldo Valsangiacomo und Team



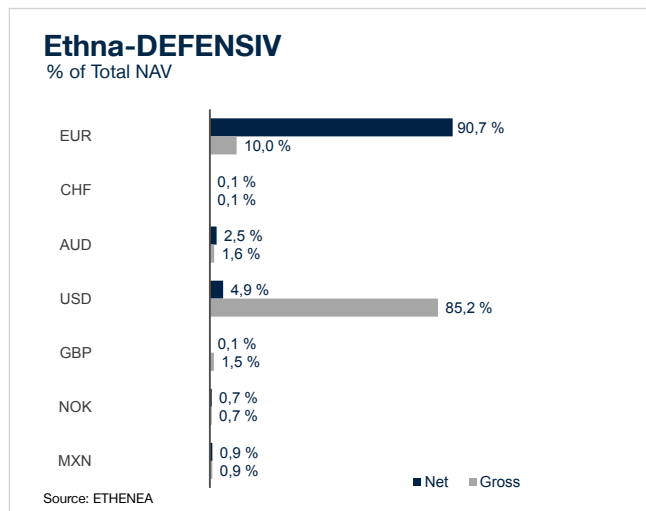
>> Möchten Sie Videos von unserem Head of Research ansehen?

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

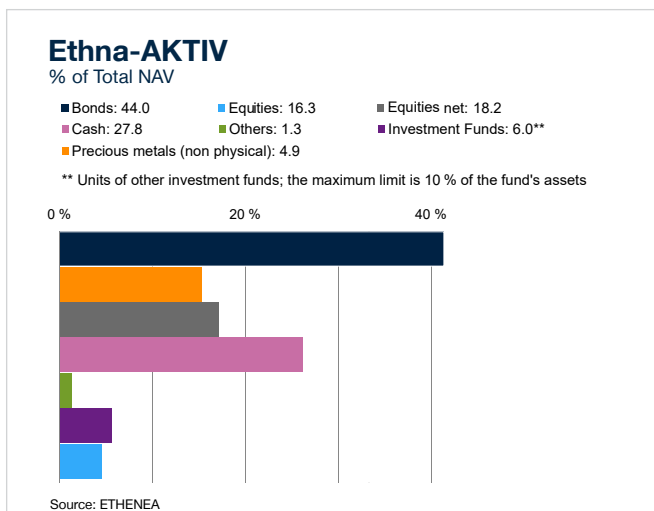




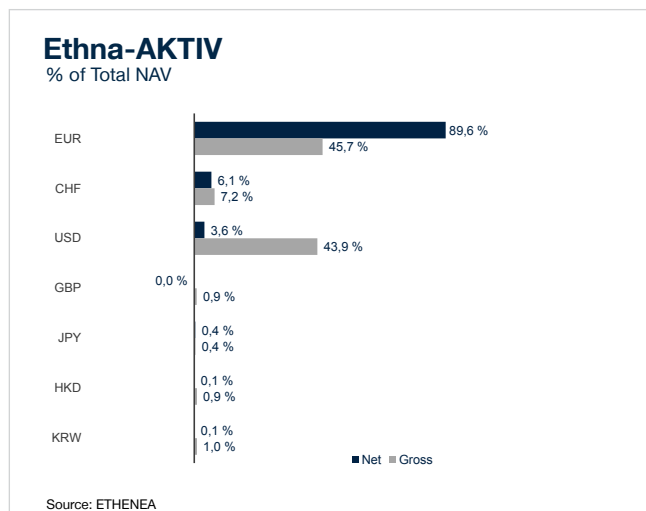
Grafik 4: Ratingaufstellung Portfolio des Ethna-DEFENSIV



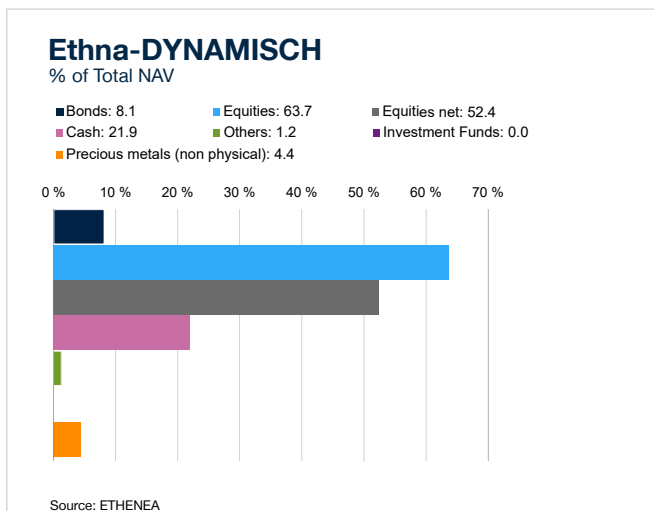
Grafik 7: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Wahrung



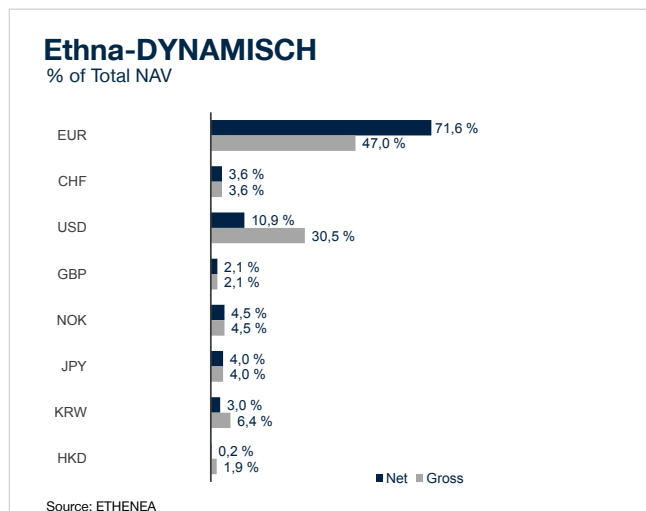
Grafik 5: Portfoliostruktur<sup>9</sup> des Ethna-AKTIV



Grafik 8: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Wahrung

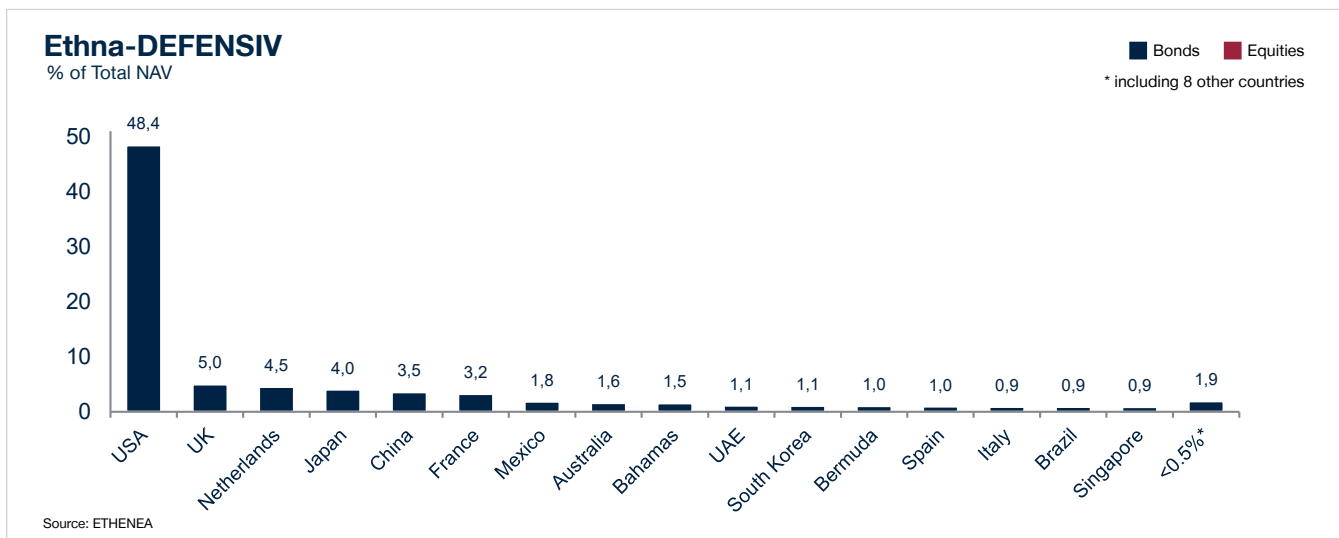


Grafik 6: Portfoliostruktur<sup>9</sup> des Ethna-DYNAMISCH

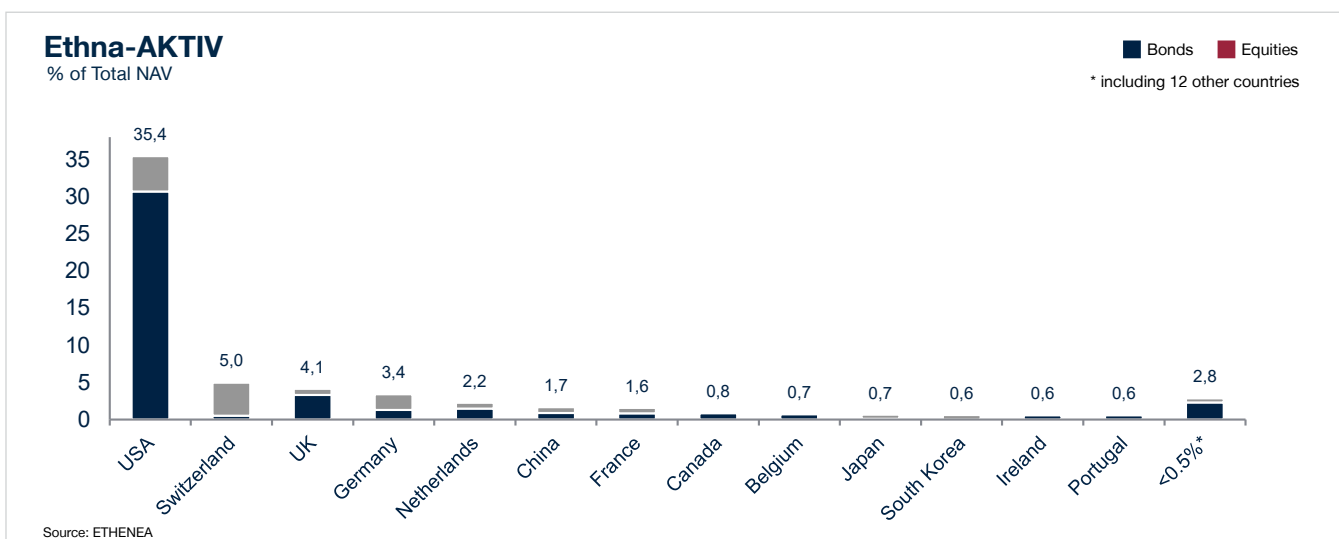


Grafik 9: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Wahrung

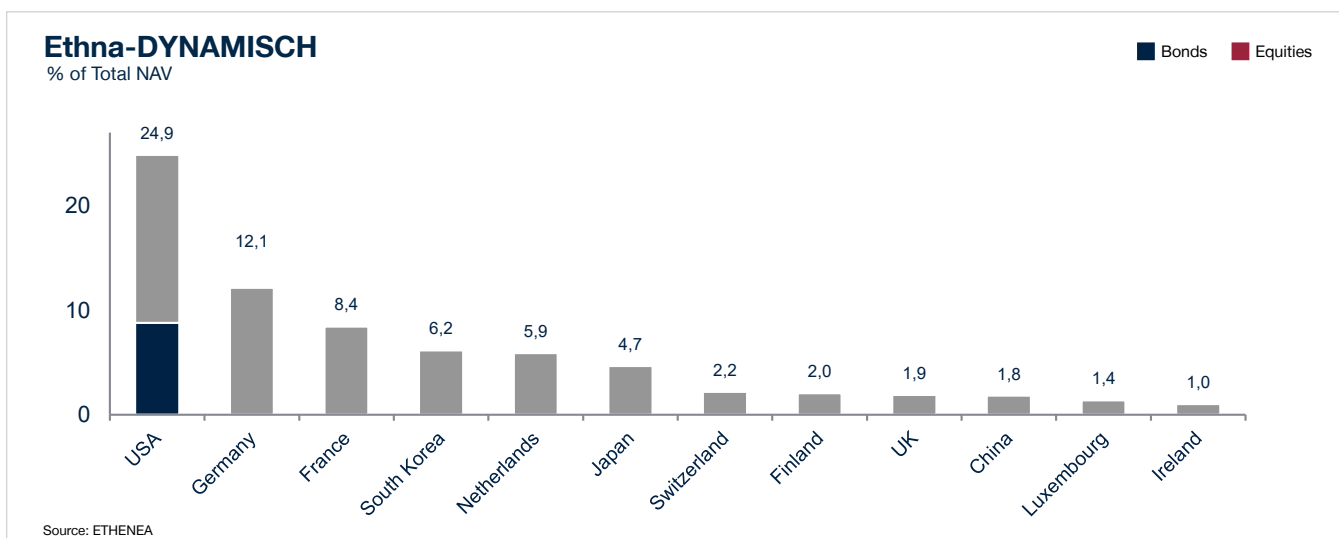
<sup>9</sup> „Cash“ umfasst Termineinlagen, Tagesgeld und Kontokorrentkonten/sonstige Konten. „Equities net“ umfasst Direktinvestitionen und das aus Aktienderivaten resultierende Exposure.



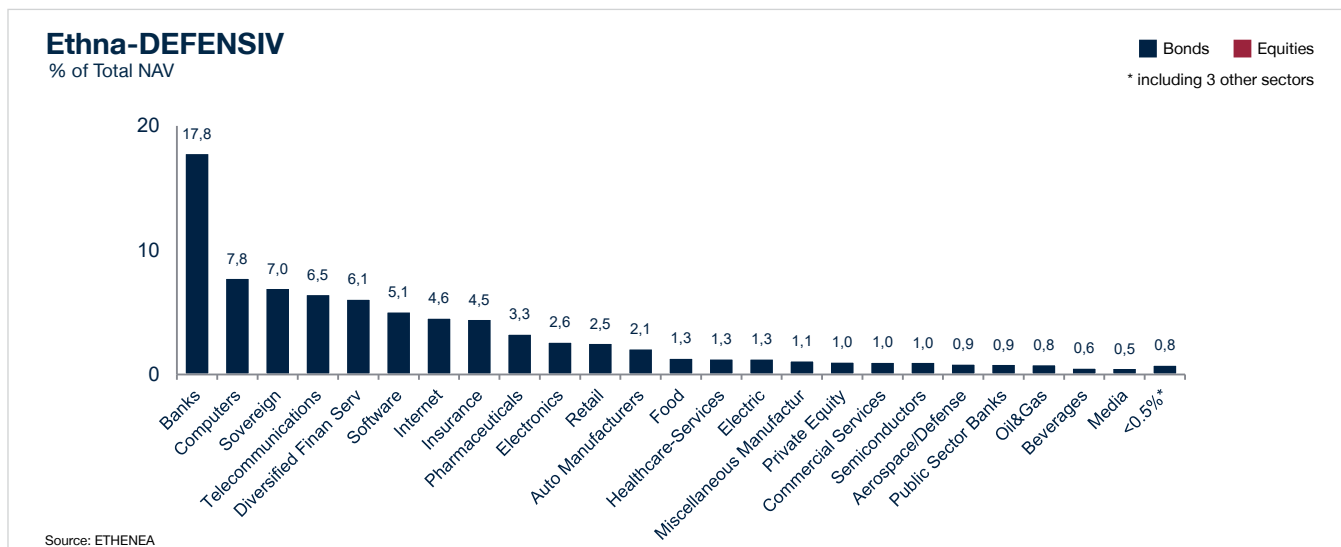
Grafik 10: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft



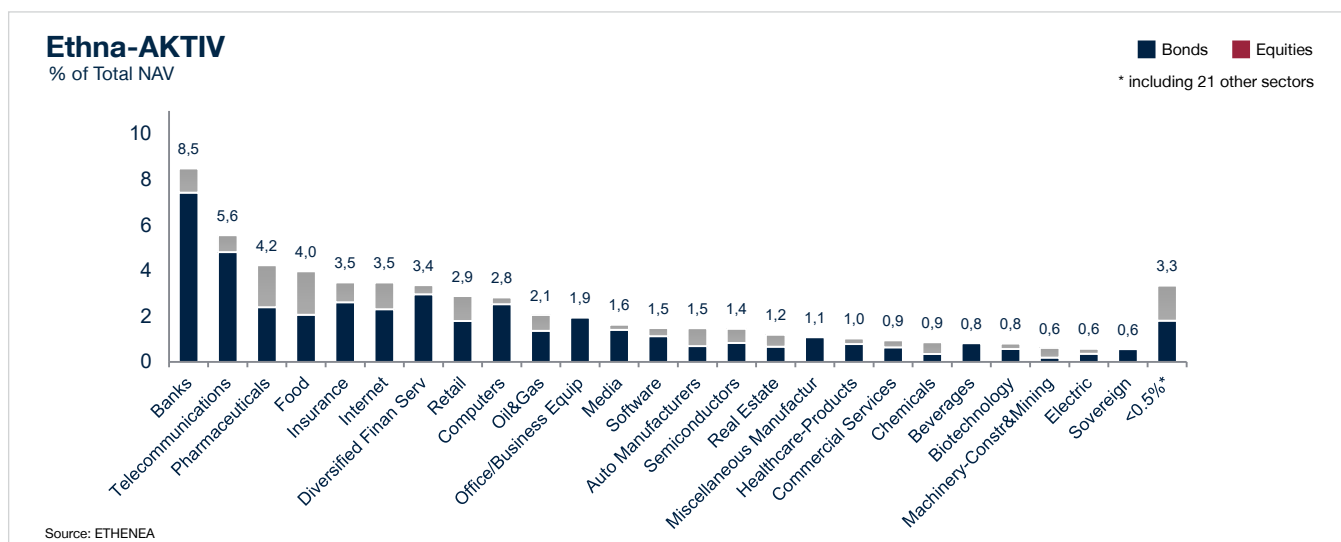
Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft



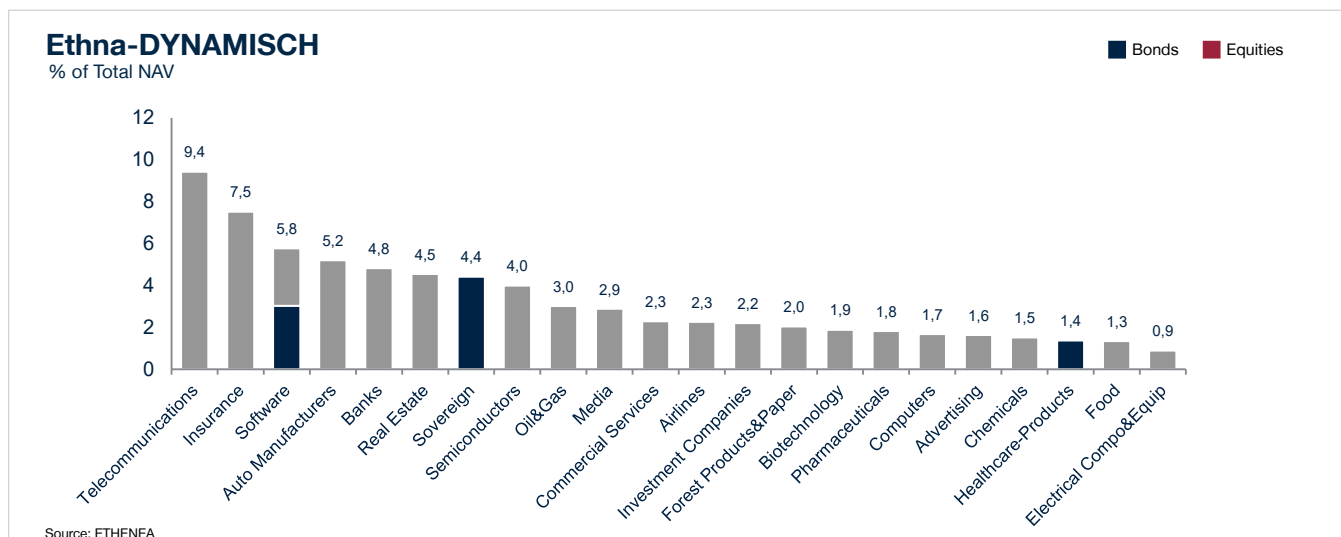
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft



Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Branche



Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche



Grafik 15: 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, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker, Yves Longchamp – Head of Research bei ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (*nicht auf dem Bild*).

## 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](https://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 Englisch 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, In Gassen 6, 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, 30.6.2017.