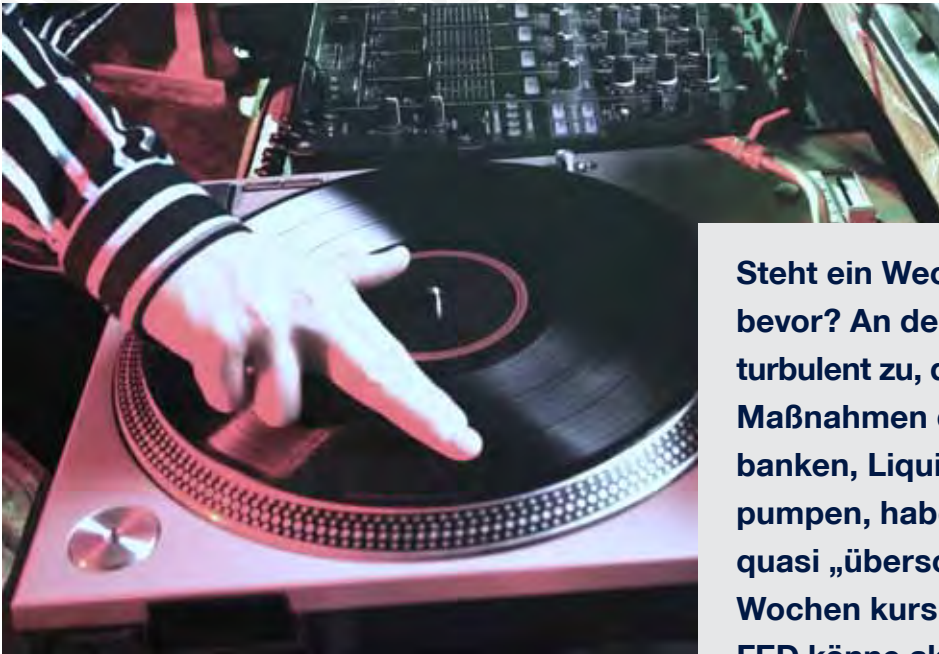


MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

Die Party ist noch nicht vorbei...



Steht ein Wechsel in der Geldpolitik bevor? An den Kapitalmärkten geht es turbulent zu, die zuweilen unerwarteten Maßnahmen der einzelnen Notenbanken, Liquidität in den Markt zu pumpen, haben einander seit 2008 quasi „überschlagen“. Doch seit zwei Wochen kursieren Befürchtungen, die FED könne alsbald eine neue Richtung einschlagen. Ist diese Sorge berechtigt?

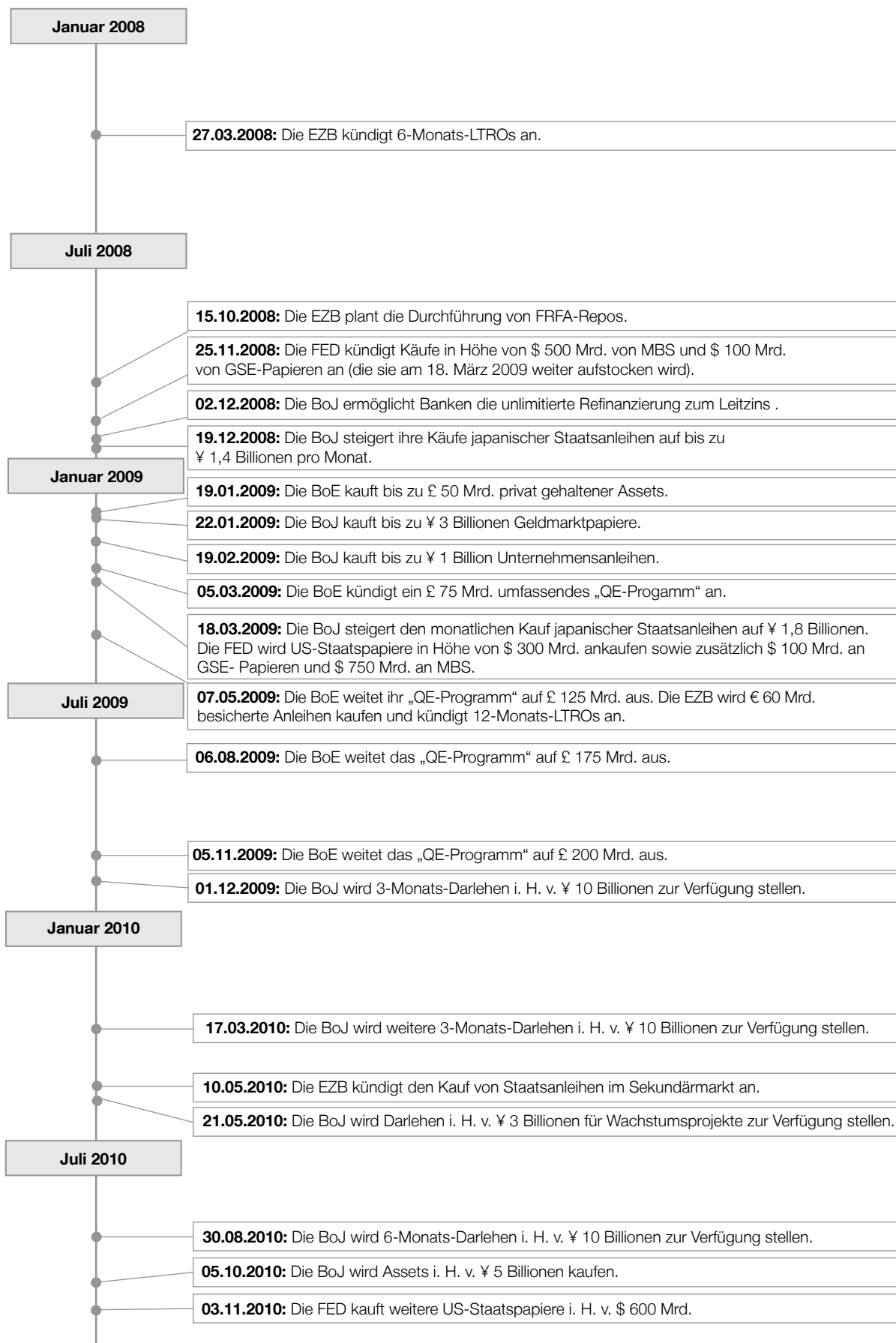
...der DJ ist nur ans Mischpult getreten, um nachzuschauen, ob er die Musik leiser stellen soll! Die ersten Partygäste verlassen schon das Event, da sie wissen, dass irgendwann die Party bestimmt vorüber sein wird. Allerdings ignorieren sie die Tatsache, dass einige sogenannte „After-Partys“ legendär sind.

Genug der Analogie. Back to Business. Die letzten zwei Wochen an den Kapitalmärkten waren geprägt von einer stetig wachsenden Angst, dass die „Quantitative Easing-Party“ bald vorbei sein könnte. Aussagen unterschiedlicher Mitglieder der Federal Reserve kursieren schon länger, aber bisher hat sich Ben Bernanke mit seiner unkonventionellen Geldpolitik durchsetzen können. Grafik 1 (ab Seite 2) ruft uns noch einmal die verschiedenen von den vier großen Zentralbanken seit Januar 2008 eingeleiteten Maßnahmen in Erinnerung. Aktuelle Befürchtungen der Kapitalmärkte beschränken sich auf den vorletzten Punkt der langen Zeitreihe,

und zwar darauf, dass die Fed die unsterilisierten Käufe von langlaufenden US-Staatsanleihen in monatlicher Größenordnung von \$45 Milliarden reduzieren oder gar einstellen könnte oder den monatlichen Kauf von \$40 Milliarden von Hypothekenanleihen. Obwohl 85 Milliarden Dollar, egal in welcher Währung, viel Geld darstellen, ist die Reaktion der Märkte auf die bloße Möglichkeit einer Reduktion dieses Betrags schon fast als hysterisch zu bezeichnen. Schließlich stellen \$85 Milliarden lediglich 0,2% des geschätzten Gesamtvolumens von \$38.138 Milliarden des US-Anleihemarkts dar (www.sifma.org) – eine kaum nennenswerte Größe. Dass der Markt allerdings immer recht hat, lernt man relativ früh in seiner Laufbahn als Händler. Also, was ist dran?

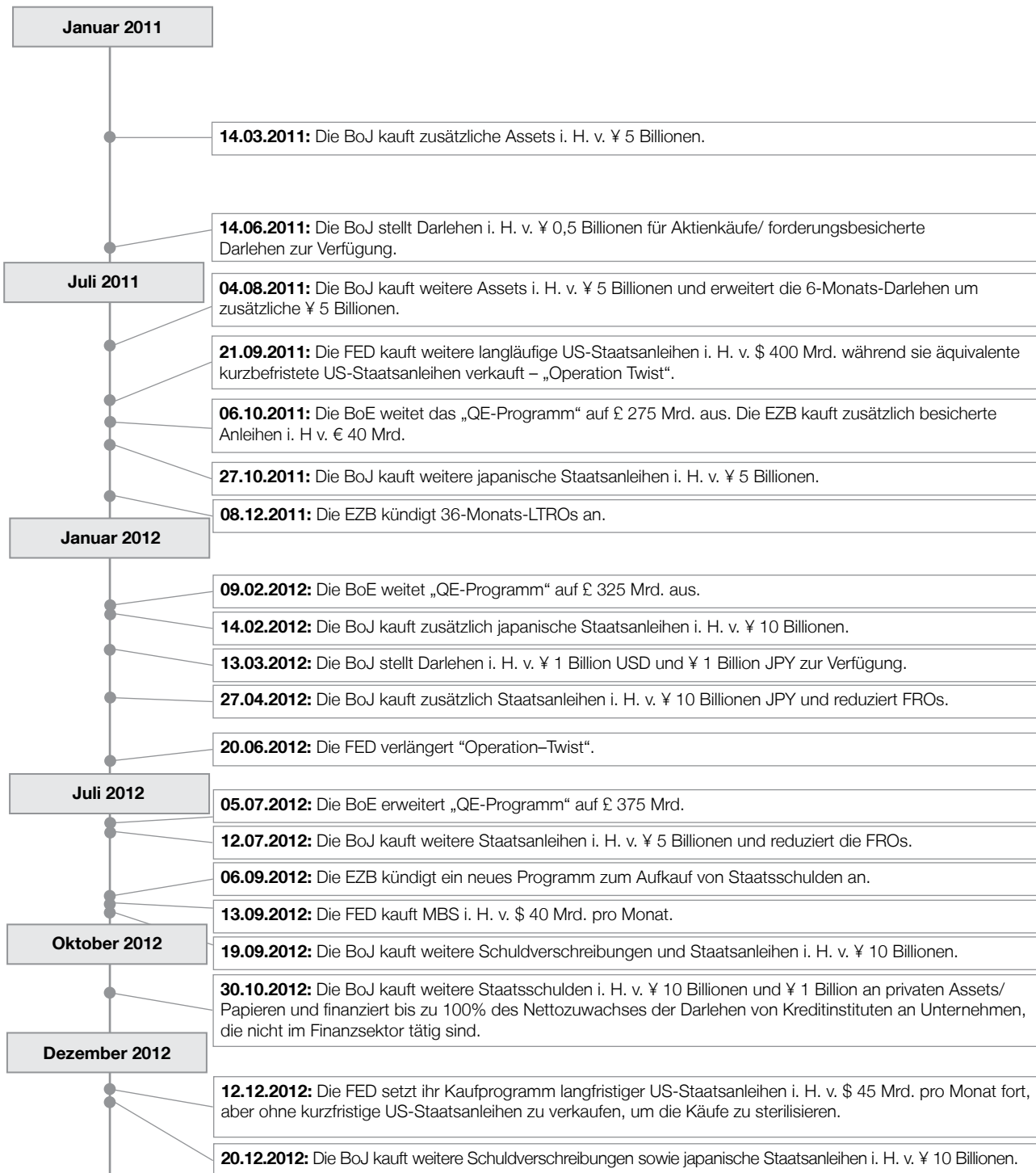


ETHENEA
managing the Ethna Funds



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW

Grafik 1a: Zeitreihe der QE-Interventionen der FED, EZB, BoJ und BoE (Fortsetzung Seite 3)



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW

Grafik 1b: Zeitreihe der QE-Interventionen der FED, EZB, BoJ und BoE

Man muss kein ausgewiesener Fan von unserem Bundesbanker Jens Weidmann sein, um zu wissen, dass alle Maßnahmen der Zentralbanken seit Beginn der Finanzmarktkrise vor mittlerweile fünf Jahren freundlich ausgedrückt „ungewöhnlich“ sind. Ungewöhnlich dahingehend, dass die Zinsen scheinbar künstlich niedrig gehalten werden. Verschwörungstheoretiker wittern darin eine perfide Methode der verschwundungsüchtigen Staaten, unschuldigen Sparern das

Geld aus der Tasche zu ziehen. Etwas realistischere Gemüter erkennen, dass der Zweck die Mittel heiligen soll, so ungewöhnlich sie auch sein mögen und sehen den Geldregen als eine Möglichkeit, die betroffenen Volkswirtschaften vor dem totalen Kollaps zu bewahren, der aller Wahrscheinlichkeit nach dem Zusammenbruch des Bankensystems gefolgt wäre. Ob die Maßnahmen wie zum Beispiel die der Bankenrettungen, der „Bail-outs“ und „Bail-ins“ unterschiedlichster

Staaten nochmal genauso beschlossen würden, darf stark bezweifelt werden. Allerdings sollte zur Ehrenrettung der Entscheidungsträger zumindest erwähnt werden, dass wir uns auf unbekanntem Terrain bewegen.

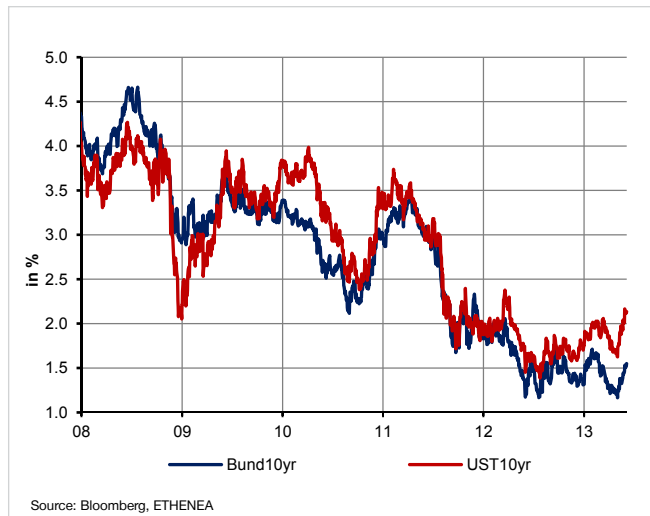
Lediglich das Rollenbeispiel Japan kommt in den Sinn, das in den letzten Jahrzehnten mit seinen eher halbherzigen Maßnahmen nicht sonderlich erfolgreich war, stattdessen Deflation nicht vermeiden konnte und nur ein als anämisch zu bezeichnendes Wirtschaftswachstum hervorbrachte. Das letzte Vierteljahrhundert wird selbst in Japan als „verloren“ bezeichnet, und das trotz stetig wachsender Staatsschulden. Geld ist also ausgegeben worden, nur eben scheinbar eher halbherzig. Erst „Abenomics“ des Shinzo Abe, der seinerseits sich nicht „Kleckern statt Klotzen“ vorwerfen lassen will, scheint erste Früchte zu tragen. Die Wirtschaft wächst, die Währung fällt, und Hoffnung auf ein Ende der Deflation kommt auf.

Wollen die USA oder Europa nicht das Schicksal mit Japan teilen, sollte man sehr darauf bedacht sein, nicht zu früh vom Gaspedal der Gelddruckmaschine zu gehen oder gar auf die Bremse zu treten. *Das* sollten die Befürchtungen der Kapitalmärkte sein!

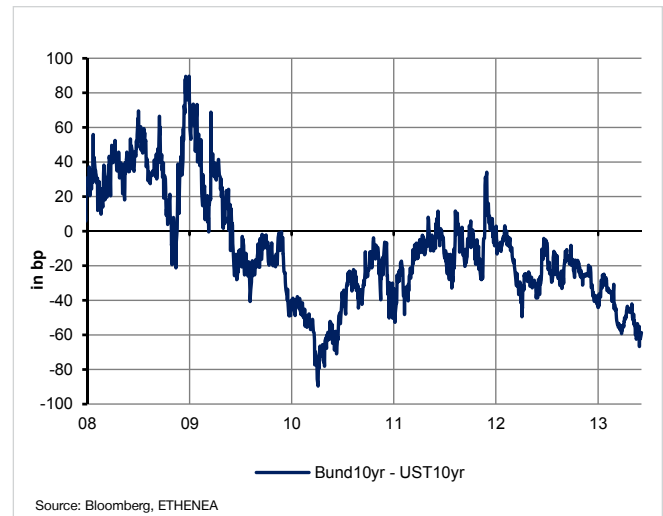
Stattdessen bewegten sich im vergangenen Monat die Zinsen für die 10-jährige Bundesanleihe um fast 30 Basispunkte nach oben und die des 10-jährigen Treasury Bonds um sogar 46 Basispunkte (siehe Grafik 2 und Grafik 9). Damit verzeichnen die Anleihemärkte die größten Kursverluste seit mehr als zwei Jahren. Wenn man die Grafik 2 allerdings aus der Distanz betrachtet, dann könnte man diesen Zinsanstieg auch als technische Korrektur erklären, die nicht notwendigerweise eine Trendwende darstellen muss.

Der Verlauf der Renditedifferenz zwischen Bunds und Treasuries (siehe Grafik 3), die mittlerweile fast ihren kurzfristigen Tiefststand von vor drei Jahren erreicht hat, lässt sich mit der unterschiedlichen Wirtschaftsentwicklung in Europa und den USA erklären. Während die USA noch ein annualisiertes Quartalswachstum von immerhin 2,4% im ersten Quartal erreichen konnte, kam Deutschland nur auf 0,4% und die gesamte Eurozone auf -0,8%. Letztere steckt damit sechs Quartale in Folge in einer Rezession.

Wie in einer solchen wirtschaftlichen Umgebung, gepaart mit sinkenden Energie- und Rohstoffkosten, bei gleichzeitigen Überkapazitäten von sowohl Arbeitskräften als auch Maschinen, Inflation in einem überschaubaren Zeitraum entstehen soll, entzieht sich meiner Kenntnis.

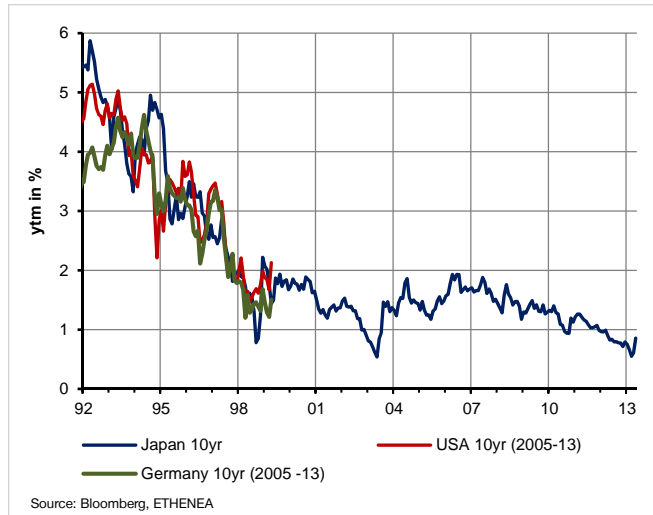


Grafik 2: Verlauf der Renditen der 10-jährigen Anleihen Deutschlands und der USA *



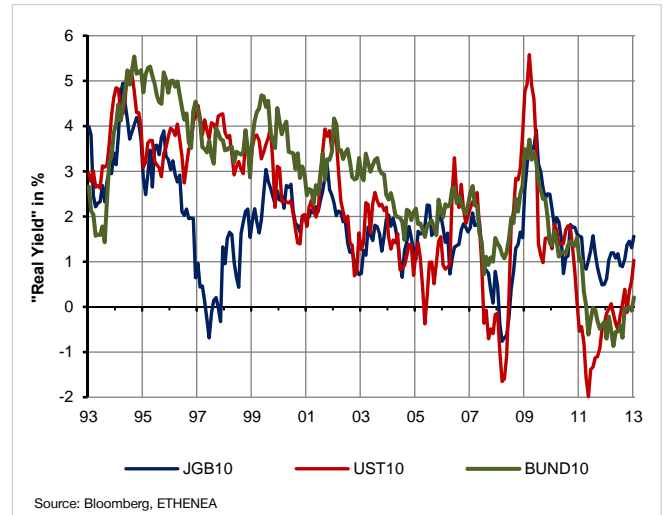
Grafik 3: Differenz der Renditen der 10-jährigen Anleihen Deutschlands und der USA *

Ein Blick auf die bekannte Grafik 4, wo wir die Renditen der 10-jährigen Anleihen Deutschlands und der USA mit den historischen Renditen aus Japan vergleichen, zeigt doch recht deutlich, dass auch in Japan recht dramatische Zinsanstiege nicht unüblich waren. Die mögliche Analogie ist daher weiterhin intakt. Langfristig niedrige Renditen sind möglich, wenn auch nicht wünschenswert.



Grafik 4: Verlauf der Renditen der 10-jährigen Anleihen Deutschlands und der USA (13 Jahre zeitversetzt) und der Anleihen Japans *

Grafik 5, wo wir simplifiziert die empfundene Realverzinsung (Differenz zwischen der 10-jährigen Rendite und der aktuellen Inflationsrate) darstellen, zeigt, dass es in den letzten 20 Jahren nur sehr kurze Perioden gab, in denen negative „Realzinsen“ Bestand hatten. So auch derzeit. Die niedrigen Nominalrenditen der Anleihen sind langfristig nur möglich und tragbar, wenn die Inflation weiter sinkt, etwas was wir erwarten, speziell für Europa.



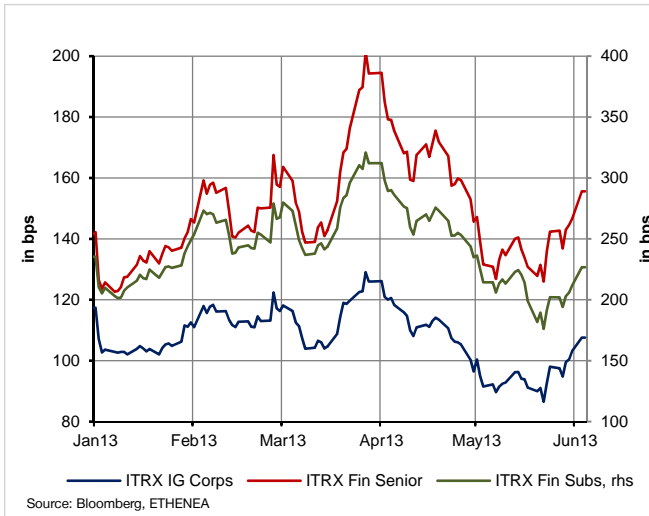
Grafik 5: Verlauf der realen Renditen der 10-jährigen Anleihen Deutschlands, der USA und Japans *

Grafik 6 vermittelt den Eindruck, die Zinsaufschläge für Unternehmensanleihen hätten sich während der jüngsten Turbulenzen massiv ausgeweitet. Tatsächlich trägt der Schein, denn wenn man Grafik 7 heranzieht, erkennt man, dass die Anstiege lediglich sehr gering sind, wenn man sie im großen Zusammenhang sieht. Auch hier gibt es keine Anzeichen einer Trendwende.

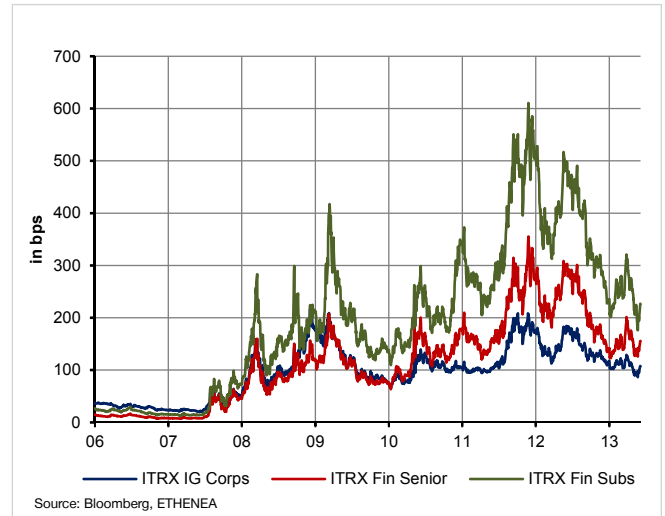
Die Aktienmärkte (siehe Grafik 8) haben sich ebenso lediglich korrigiert und sind auch weiterhin für das bisherige Jahr 2013 noch gut im Plus. Der japanische Aktienindex hat eine starke technische Korrektur hingelegt, nachdem aber auch der Anstieg seit Inkrafttreten von „Abenomics“ äußerst aus-

geprägt war. Auch hier sprechen wir nicht von Trendwenden, sondern sehen nur technische Korrekturen.

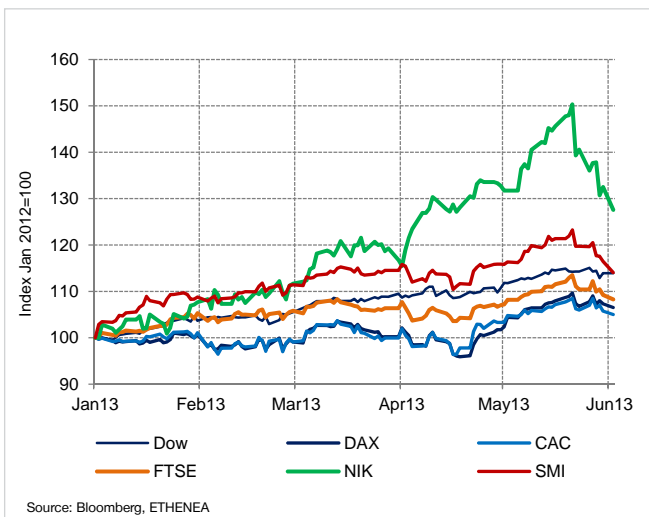
Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Turbulenzen der letzten 14 Tage wohl eher ein Sturm im Wasserglas waren und nicht der Anfang eines Zinssteigerungszyklus. Die großen Volkswirtschaften zeigen weiterhin eher schwaches Wachstum, und das bisherige Ausbleiben des Sommers in Europa wird auch seinen Tribut verlangen. Ein baldiges Ende der Nullzinspolitik von allen vier großen Notenbanken Federal Reserve, EZB, Bank of England und Bank of Japan steht derzeit noch nicht an.



Grafik 6: Verlauf der ITRAXX Credit-Indizes für Investment Grade-Unternehmensanleihen, Erst- und Nachranganleihen von Finanzunternehmen *



Grafik 7: Verlauf der ITRAXX Credit-Indizes für Investment Grade-Unternehmensanleihen, Erst- und Nachranganleihen von Finanzunternehmen *



Grafik 8: Relativer Verlauf ausgewählter Aktienindizes seit Jahresanfang 2013 *

Positionierung der Fonds

Ethna-AKTIV E

Um dem verbesserten Umfeld für Aktien, welches durch die expansive Politik der amerikanischen und japanischen Notenbank geschaffen wurde, Rechnung zu tragen, ist die Aktienquote auf 25,9% erhöht worden. Im Fokus standen US-Banken, welche von steigenden Häuserpreisen und einem wachsenden Konsumentenvertrauen in den USA profitieren. Hinzugekauft wurden auch US-Autoproduzenten, da die Nachfrage nach Autos in Asien und den USA weiterhin robust ist und die europäischen Absatzzahlen, nach einem schlechten Start in 2013, dabei sind, sich langsam zu erholen.

Auf der Rentenseite wurde die Duration erheblich um 0,85 auf nunmehr 5,5 Jahre reduziert, um dem einerseits gestiegenen Risiko durch ein ausgeweitetes Aktienengagement etwas entgegenzusetzen. Die durchschnittliche Rendite stieg auf 3,75%, während die laufende Verzinsung quasi unverändert bei 3,98% blieb. Die zusätzlichen Mittel für den Aktienerwerb kamen zum einen aus der Reduktion der Cash-Bestände (4%) und zum anderen aus der üblichen Gewinnmitnahme bei den Anleihen (4%).

Im Währungsbereich wurde eine 8% Short-Position im JPY gegenüber dem Euro eingegangen.

Ethna-GLOBAL Defensiv

Die Aktienseite wurde letzten Monat um 3,7% ausgebaut und lag per Monatsultimo bei 7,4%. Der Fokus lag auf Bankaktien, die vom heutigen Umfeld der lockeren Geldpolitik profitieren, und auf Pharmaunternehmen, welche eine starke Generierung des Cashflows aufweisen und attraktive sowie sichere Dividenden zahlen.

Im Anleihsensegment können wir einen Anstieg der durchschnittlichen Rendite auf 3,35% berichten, während auch hier

die laufende Verzinsung unverändert bei 3,81% verharrt. Die Duration ist nur unwesentlich verkürzt worden gegenüber dem Vormonat und liegt derzeit bei 5,9 Jahre. Das Rating hat sich um eine Stufe verschlechtert und steht aktuell zwischen A und A-.

Die Mittel für die zusätzlichen Aktienkäufe kamen zu 1% aus dem Barbestand und zu 3% aus den Gewinnmitnahmen im Rentenbereich, und dort vor allem im Bereich der supranationalen Emittenten.

Im Währungsbereich blieb das Engagement weitestgehend unverändert mit einer leichten Reduktion des USD-Risikos.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Im Ethna-GLOBAL Dynamisch kam es zu einer weiteren Aufstockung des Exposure auf der Aktienseite auf 63,8%. Der Chemiebereich wurde um 4,6% erhöht. Unternehmen der chemischen Industrie haben heute nachhaltige Geschäftsmodelle mit stabilen Gewinnen und Cash Flows. Auch werden sie profitieren, sollte sich die Weltwirtschaft in der zweiten Jahreshälfte weiter verbessern. Ebenfalls wurden weitere Aktien von Autoherstellern dazugekauft (+3,5%). Die globale Nachfrage ist erfreulich, und Europa hat sich auf einem tiefen Level stabilisiert und erholt sich leicht. Das Exposure zu Banken wurde mit 3,1% erhöht, um von dem verbesserten Umfeld, speziell in den USA, zu profitieren.

Aus Volatilitätsgründen wurde einhergehend mit dem Ausbau des Aktienexposures auf der Währungsseite das USD-Exposure reduziert. Die kurzzeitige Korrektur im JPY wurde genutzt, um eine Short-Position im JPY aufzubauen und somit vom weiteren Verlauf der „Abenomics“ zu profitieren.

Der Rententeil des Fonds hatte im abgelaufenen Monat keine größeren Änderungen zu verzeichnen.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	94.88	1.2971	1.24429	0.85483	130.85	1.35171	7.6284	1.34338	2.4266	7.9753
-1m	0.4%	-1.4%	1.6%	0.9%	2.0%	6.5%	0.4%	1.3%	2.8%	-1.7%
ytd	3.7%	-1.7%	3.1%	5.2%	14.5%	6.3%	4.0%	2.3%	3.0%	-2.9%

Germany Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.069	0.489	1.505	144	103	164	147	212
-1m	6	16	29	23	7	54	-13	-41
ytd	8	19	19	11	-14	16	6	-23

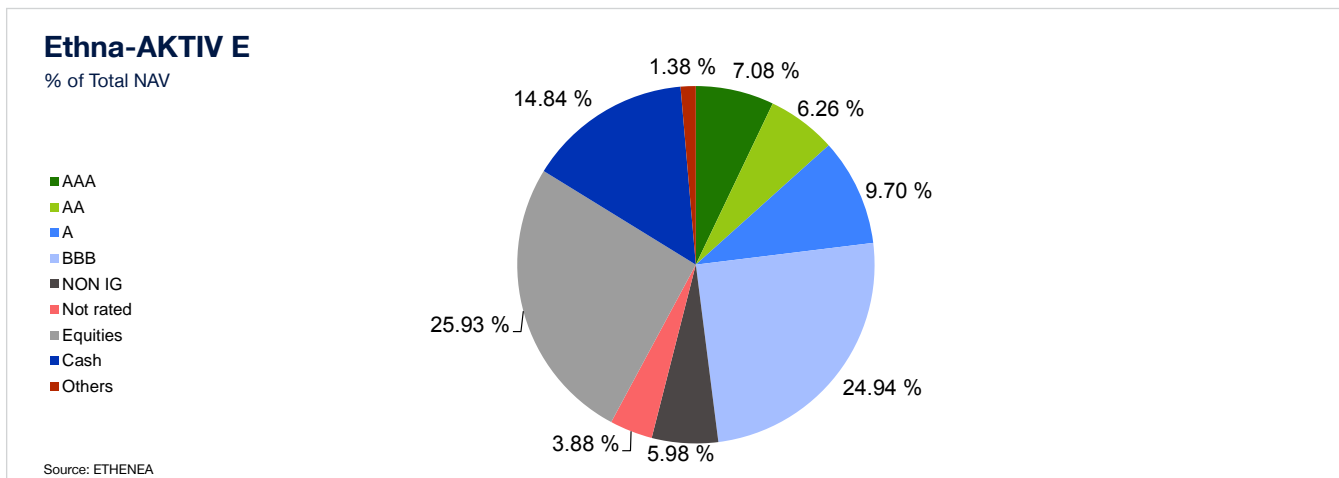
Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	62	50	-65	57	40	34	207	294	410	788	290
-1m	46	47	-61	50	42	36	201	292	450	980	319
ytd	44	51	-53	68	43	18	249	395	570	1,058	321

Equities						
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	8,348.84	15,115.57	2,769.64	3,948.59	6,583.09	13,774.54
-1m	5.5%	1.9%	2.1%	2.4%	2.4%	-0.6%
ytd	9.7%	15.3%	5.1%	8.4%	11.6%	32.5%
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E
Last	15.6	14.6	17.5	16.5	16.9	25.4
-1m	4.6%	1.9%	2.1%	2.6%	3.2%	-0.6%
ytd	7.3%	15.2%	11.0%	16.6%	-3.4%	-6.0%

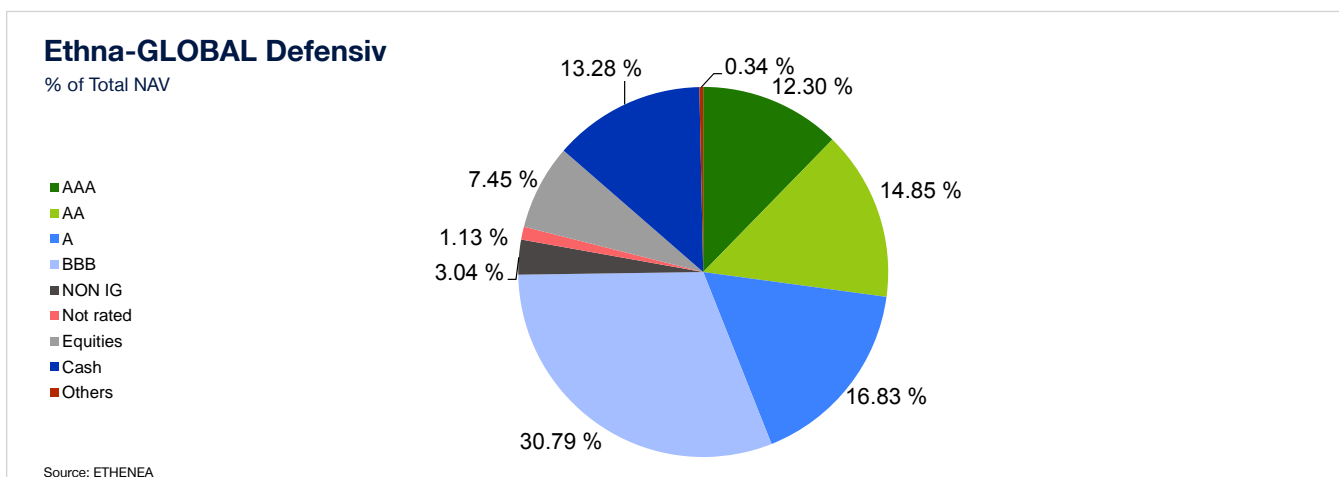
Grafik 9: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende) *

Date	Fund	Yield p.a.	Rating is between	Mod-Duration	Current yield p.a.
31/05/2013	Ethna-AKTIV E	3.75%	BBB+ A-	5.55	3.98%
31/05/2013	Ethna-GLOBAL Defensiv	3.35%	A- A	5.90	3.81%
31/05/2013	Ethna-GLOBAL Dynamisch	3.24%	BBB BBB+	4.86	3.90%

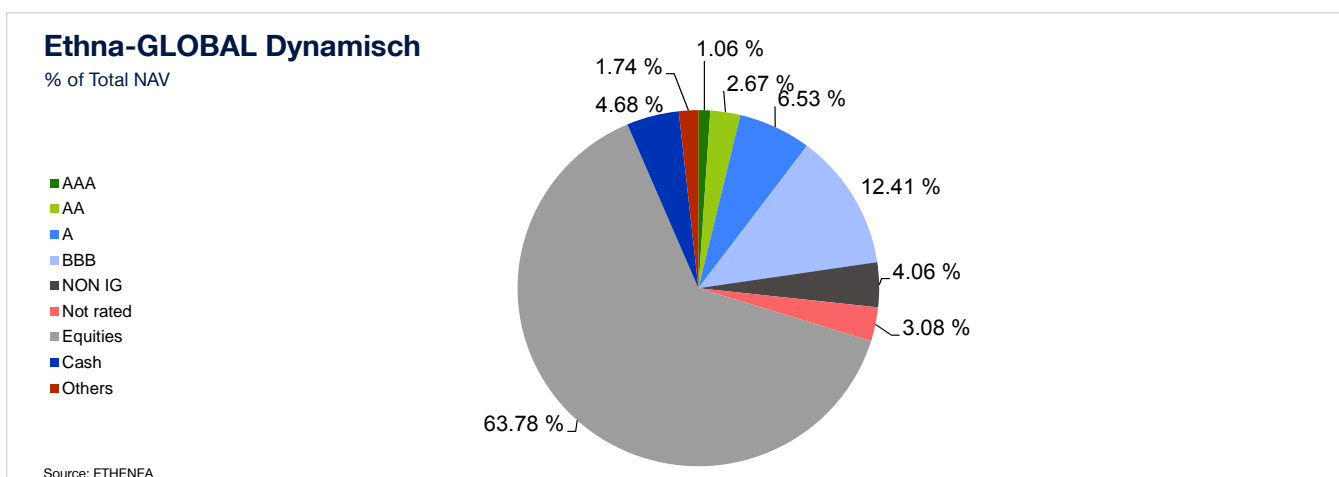
Grafik 10: Kennzahlen der Ethna Fonds zum Monatsende *



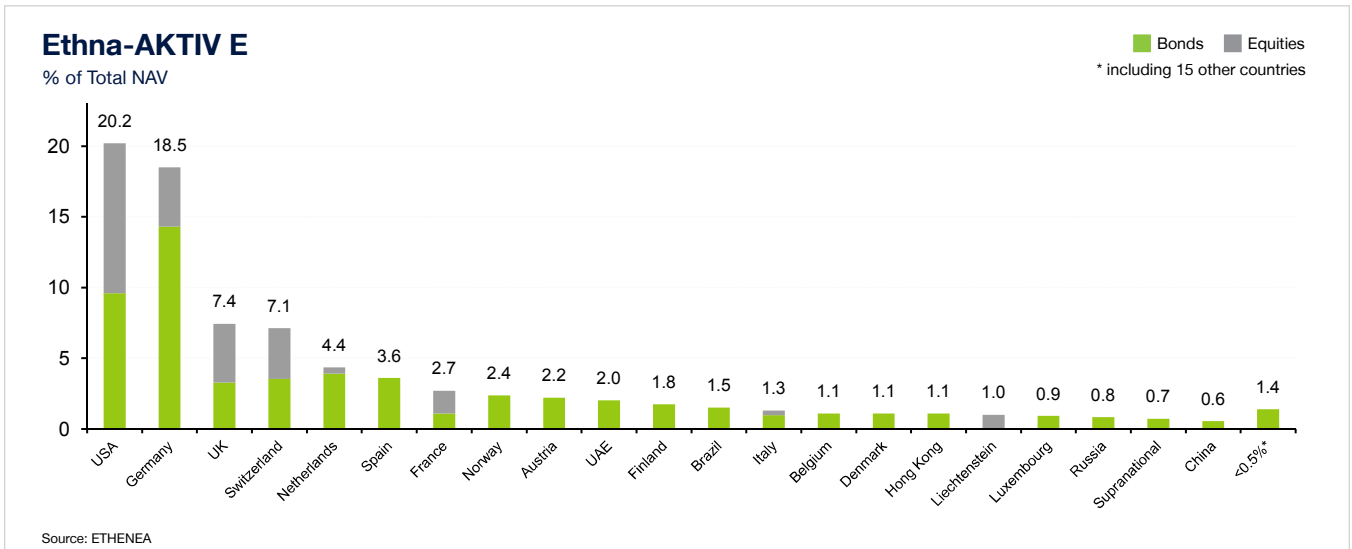
Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating *



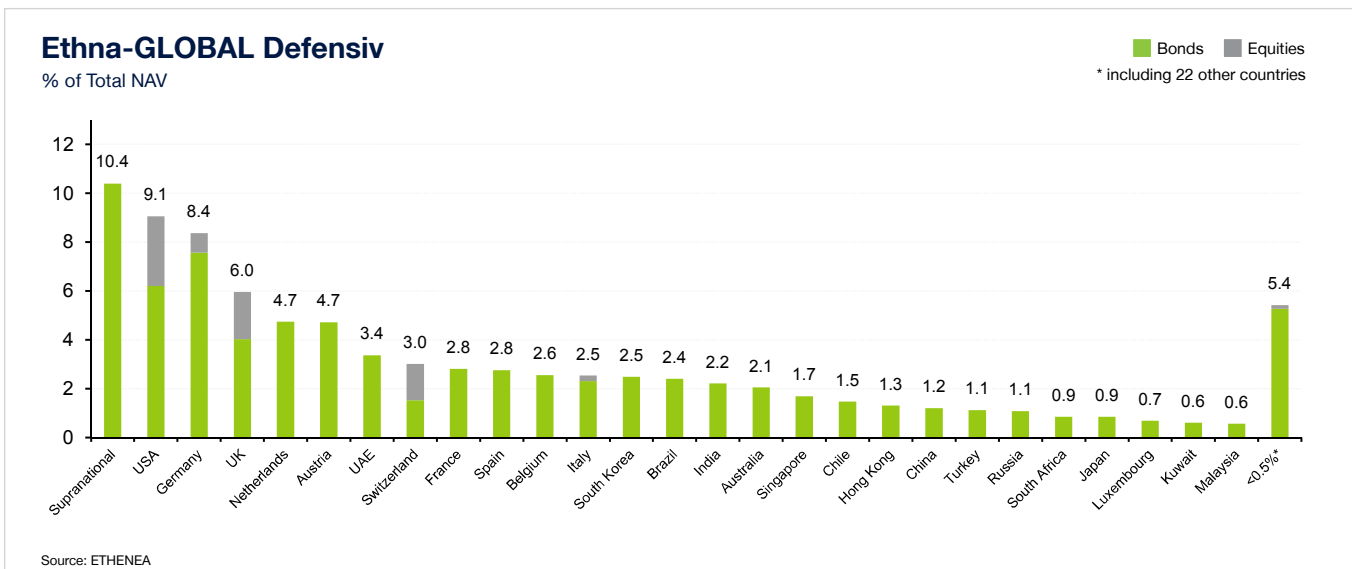
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating *



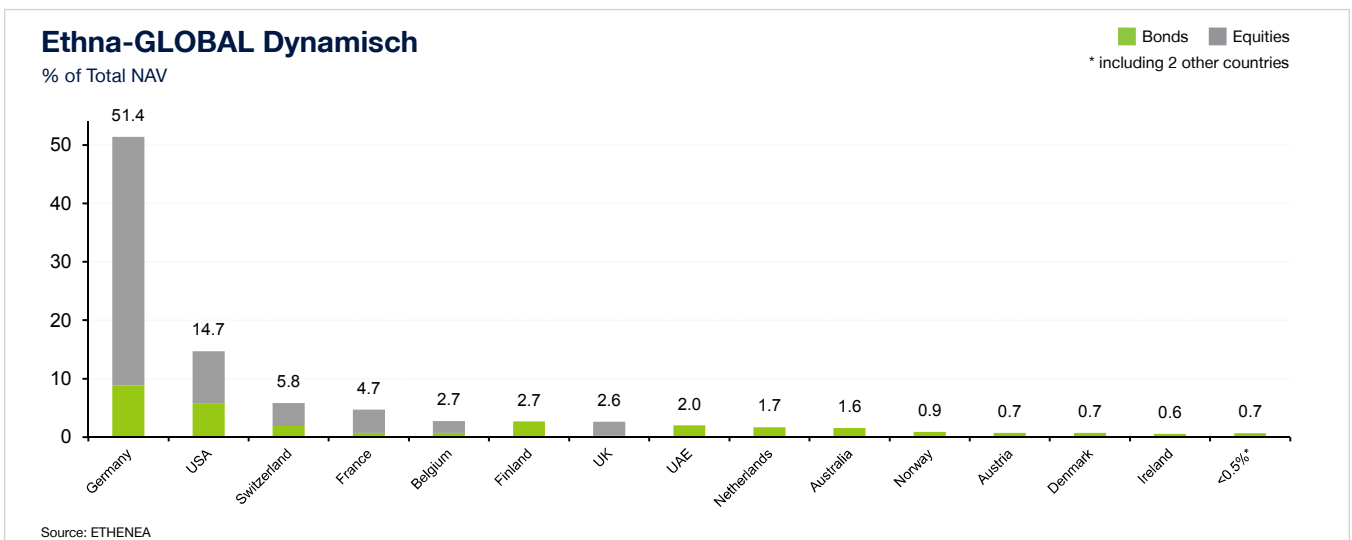
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating *



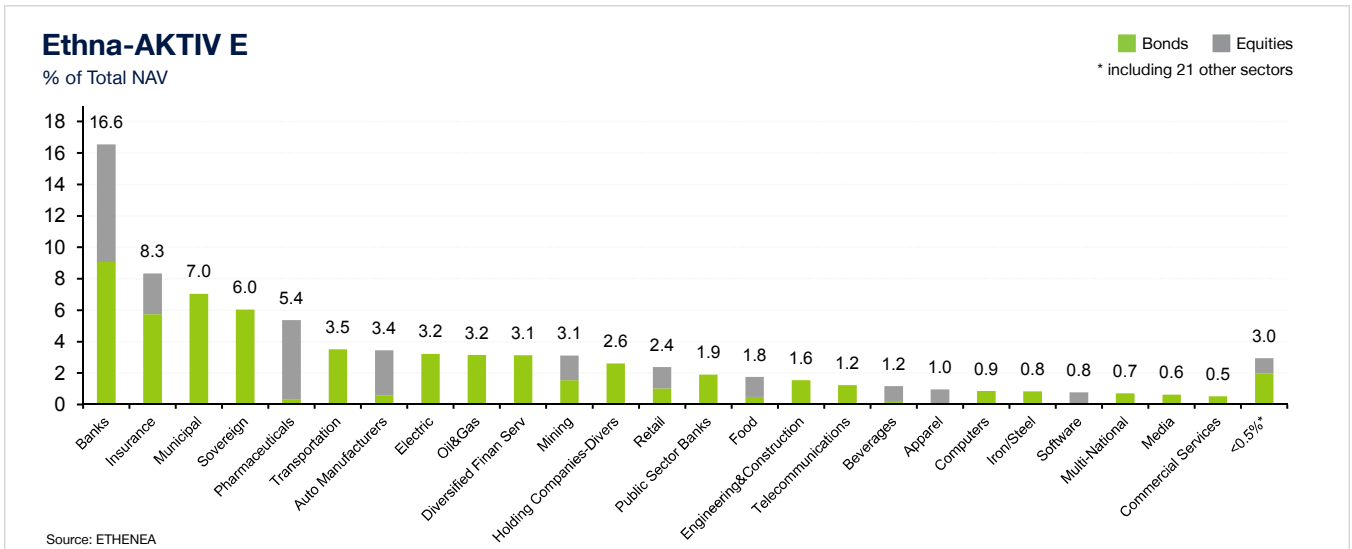
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft *



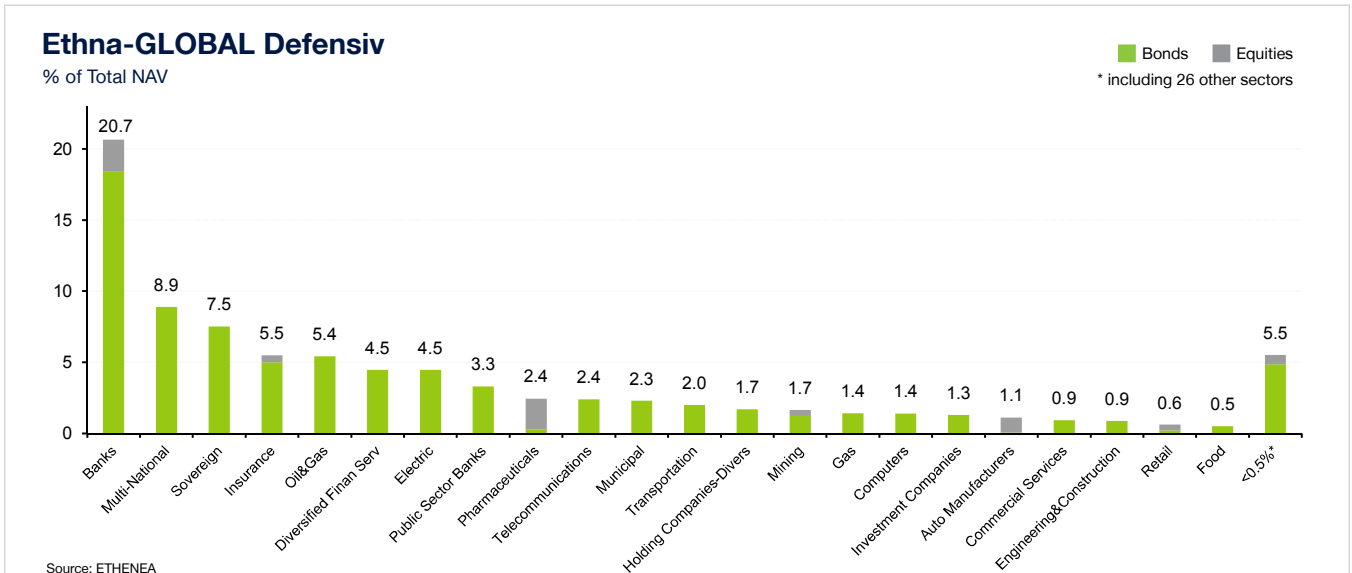
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft *



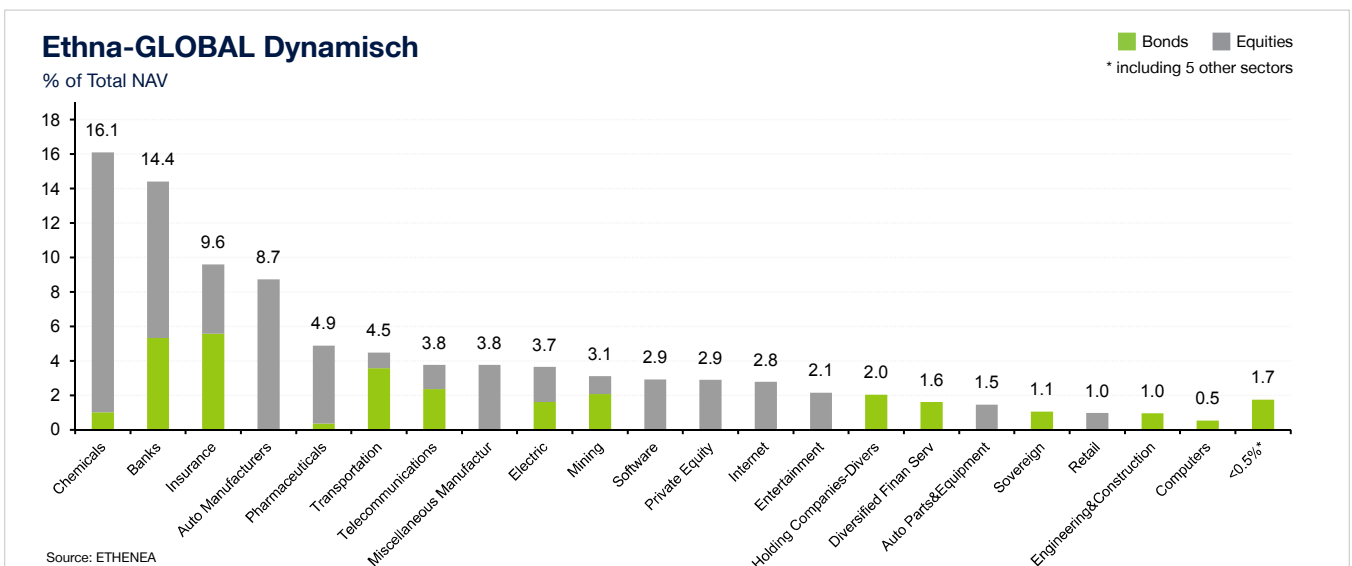
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft *



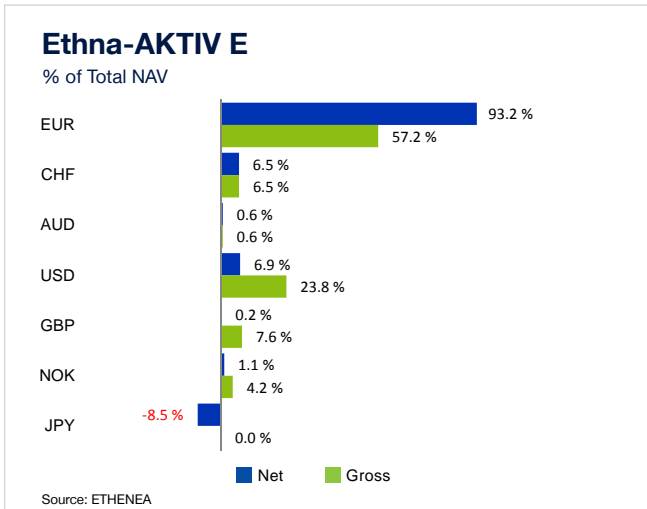
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche *



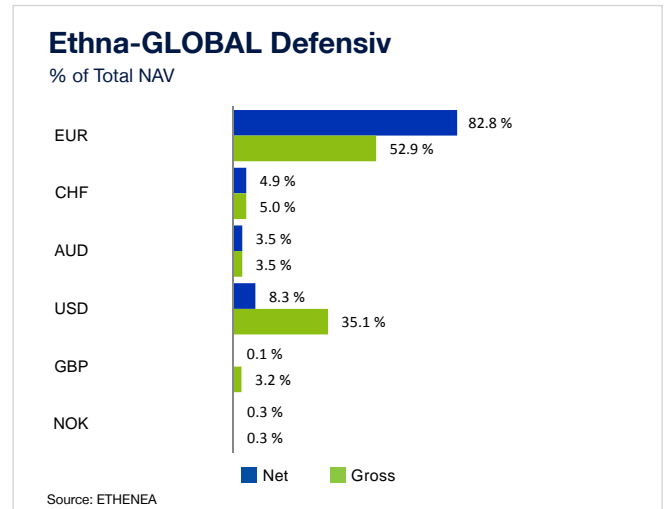
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche *



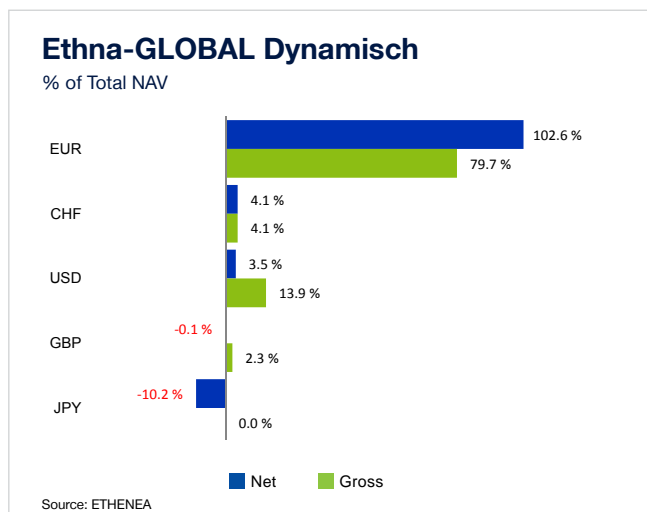
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenbranche *



Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Währungen *



Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Währungen *



Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Dynamisch** nach Währungen *

* Hinweis: Die Zahlenschreibweise in den Grafiken entspricht dem Englischen.



ETHENEA
managing the Ethna Funds



Das Fondsmanagement:

Guido Barthels (Autor)
Luca Pesarini
Arnoldo Valsangiacomo

Für Ihre Rückfragen oder Anregungen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

ETHENEA Independent Investors S.A.
9a, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone +352 276 921 10 · Fax +352 276 921 99
info@ethenea.com · www.ethenea.com



Hinweis:

Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Massgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Produktbeschreibung und stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 31.05.2013.