

MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

Der Teufel steckt im Detail

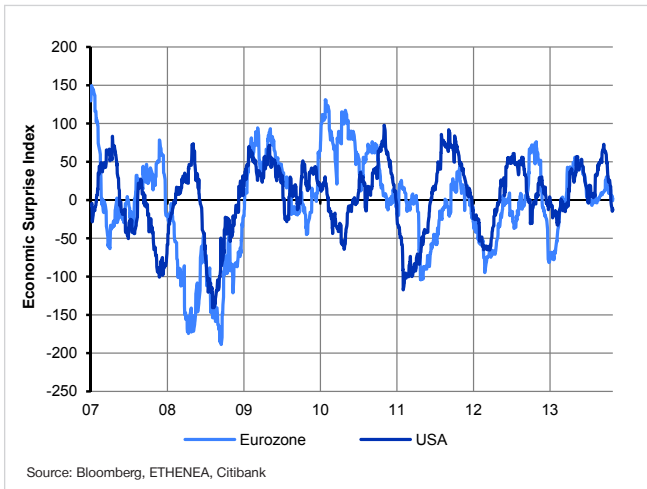


Auf den ersten Blick scheinen die Märkte derzeit kaum Überraschungen bereit zu halten. Alles geht seinen vorhergesehenen Gang. Doch ist das wirklich so?

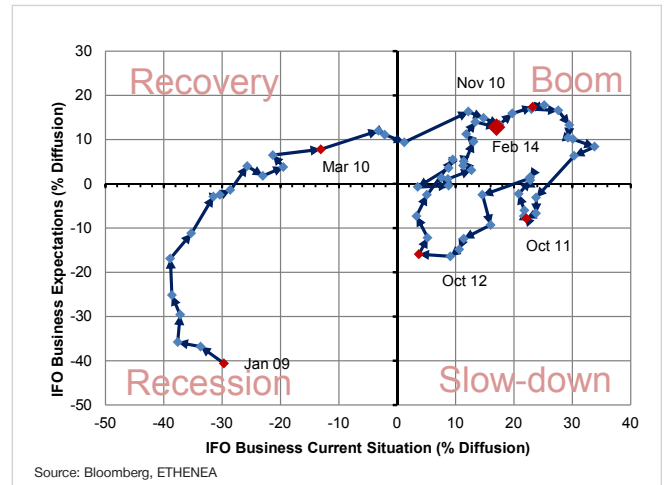
Was weitere Erkenntnisse zur volkswirtschaftlichen Entwicklung diesseits und jenseits des Atlantiks angeht, hat der Monat Februar wenig Neues hervorgebracht. Der mehr oder minder verhaltene wirtschaftliche Aufschwung ist weiterhin im Gange und stabilisiert sich. Auch befanden sich die Datenveröffentlichungen so ziemlich im Korridor der Erwartungen, was sich unter anderem an dem *Nahe-*

Null-Niveau der Überraschungsindikatoren ablesen lässt (Grafik 1). Selbst der in Deutschland vielbeachtete IFO Index liegt mittlerweile zum neunten Mal in Folge sowohl bei den Erwartungen als auch bei der Beurteilung hinsichtlich der aktuellen Lage im positiven Bereich oder, wie in Grafik 2 dargestellt, im *Boom*-Quadranten. Doch auch das ist keine wirkliche Neuigkeit.





Grafik 1: Überraschungsindex volkswirtschaftlicher Daten



Grafik 2: IFO-Zyklus-Radargramm

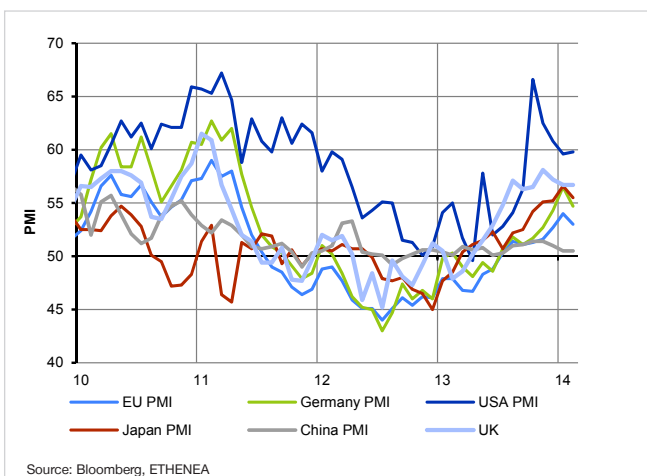
Die Einkaufsmanagerindizes überraschen auch nicht mehr, seit sie Mitte 2013 über die magische 50 geklettert sind (Grafik 3). Der Index für die USA, der gegen Ende vergangenen Jahres schon etwas über-euphorisch erschien, hat sich aufgrund der Wetterkapriolen abgeschwächt. Während selbst in den Südstaaten Schneestürme für Überraschungen sorgten, plagt man sich hierzulande derzeit eher mit der Frage, wann man wieder Sommerreifen auf sein Auto montieren sollte oder ob man gar, wie etwa in England passender, gleich auf Amphibienfahrzeuge umsteigen sollte.

Die geopolitischen Risiken, die zunächst den Anschein des Abklingens hatten, als der ukrainische Präsident Janukowitsch aus dem Amt gejagt wurde, haben aktuell wieder die Titelblätter der Zeitungen erobert, nachdem Russlands Präsident Putin kurzerhand die Krim annektierte. Eine Beurteilung der Lage fällt nicht leicht, zumal man nicht allen vermeintlichen *Informationen* gleichermaßen vertrauen kann. Einfaches Schwarz-Weiß-Malen à la „Gute Ukraine – Böses

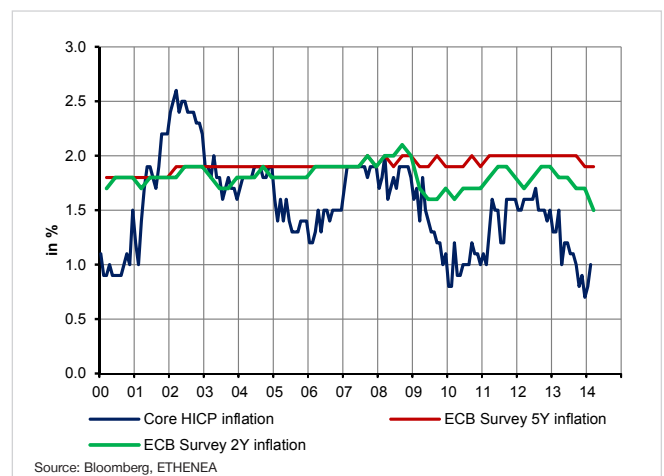
Russland“ erscheint dem Autor zu banal, um richtig zu sein. Die Situation ist bei Weitem komplexer und wird uns, aller Wahrscheinlichkeit nach, noch einige Zeit beschäftigen.

Zudem ist der Einfluss auf die Kapitalmärkte zum Entstehungszeitpunkt dieses Kommentars bislang vorhersehbar simpel: Bund- und Treasury-Renditen leicht runter, Credit Spreads leicht weiter, Aktien deutlich runter. Für den sehr wahrscheinlichen Fall, dass letztendlich eine diplomatische Lösung gefunden wird, markieren diese Bewegungen nur eine momentane Korrektur in dem weiterhin etablierten Trend: Aktien und High Beta Credit gehen weiter hoch, während Bunds und Treasuries in Trading Ranges stecken.

Auch die weiterhin fest verankerten Inflationserwartungen (Grafik 4) spielen hier eine Rolle. Speziell die EZB achtet auf die durch Umfragen erarbeiteten 2- und 5-jährigen Prognosen und hat hierauf bereits mehrfach in ihren Presseerklärungen hingewiesen. Ohne den Krim-Konflikt wären auch alle



Grafik 3: PMI ausgewählter Regionen



Grafik 4: Inflation der Eurozone und Inflationserwartungen*

Augen auf die EZB gerichtet, da über kurz oder lang vom Kapitalmarkt weitere Zinssenkungen bis hin zu Strafzinsen für Bankeinlagen erwartet werden, um dem sich aufbauenden deflationären Druck entgegenzuwirken. Mit Sicht auf besagten Krim-Konflikt und den potentiellen Konflikt mit Russland sowie den höchstwahrscheinlich hieraus resultierenden Preisdruck auf die Energiepreise – schließlich bezieht Europa zu 39% Energie aus Russland – ist es unwahrscheinlich, dass die EZB zu diesem Zeitpunkt die Zinsen senken wird. Kurzfristige Preisanstiege bei den Energiekosten würden zeitnah auf die Inflationsraten durchschlagen und ein Handeln der EZB überflüssig machen.

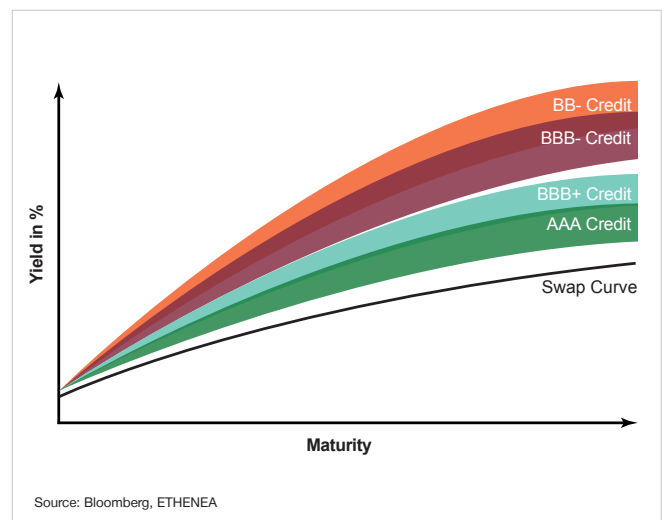
Wir widmen uns daher im weiteren Verlauf dieses Marktkommentars eher technischen Dingen. Im Folgenden werden wir unsere Vorgehensweise bei unserer Rentenauswahl näher erörtern, um uns danach stärker den Aktienmärkten zuzuwenden. Da wir aktuell den größten Teil der Berichtssaison hinter uns gelassen haben, können wir bereits Schlüsse für weitere Investitionstätigkeiten ziehen.

Doch zunächst ein Blick auf die Rentenmärkte. Laut unserem Marktinformationssystem gibt es aktuell ungefähr 324.000 Anleihen und *lediglich* 168.000 Aktien, in die potentiell investiert werden kann. Um hier den Überblick zu behalten, erfordert es schon eine gewisse Systematik bei der Auswahl neuer Investitionen und der Beurteilung des weiteren Potentials der bestehenden.

Ein Blick auf Grafik 5 hilft dabei, zu verstehen, wie der Markt diese enorme Vielzahl an Rentenpapieren bepreist. In jedem Währungsraum gibt es eine sogenannte Swap-Kurve, die denominiert in der entsprechenden Währung, als Referenzkurve für alle Rententitel herangezogen wird. Diese Swap-Kurve ergibt sich aus den Zinssätzen, die am Kapitalmarkt gehandelt werden, um eine feste Zinszahlung zwischen zwei Vertragspartnern in eine variable Zinszahlung zu festen Zeitpunkten umzuwandeln. Die Bonitäten und Modalitäten der Transaktion sind über Standardverträge definiert, sogenannte ISDA-Master-Verträge.

Für unsere Analyse sind jedoch die Swap-Sätze in ihrer ursprünglichen Bedeutung an dieser Stelle eher unwichtig. Wir betrachten dazu einmal Grafik 5. Hier wird eine (fiktive) Swap-Kurve abgebildet und oberhalb dieser werden, farblich

abgegrenzt, die Rating-Korridore dargestellt. Die Rentenhändler ermitteln die Preise der verschiedenen Renten über den aktuellen Asset-Swap-Satz dieser bestimmten Rente. Der Asset-Swap Spread (ASW Spread) ist der Zinsaufschlag, der sich ergeben würde, wenn man als Eigentümer dieser (festverzinslichen) Rente auf eine Bank seines Vertrauens zugehen und sie bitten würde, diese feste Zinszahlung in eine variable Zinszahlung über einen Referenzzinssatz (z. B. EURIBOR) umzuwandeln. Dieser ASW Spread ist natürlich von verschiedenen Einflussfaktoren abhängig, unter anderem vom Kreditrating, von der Laufzeit und von der Rendite der Anleihe. Die farblichen Korridore verdeutlichen die üblichen Zusammenhänge: je schlechter das Rating, desto weiter der ASW Spread und je länger die Laufzeit, desto weiter der ASW Spread. Die Kunst als Investor besteht nun darin, in erster Linie solche Titel zu erwerben, die, relativ gesehen, günstig gegenüber den Anleihen vergleichbarer Bonität und Laufzeit zu erwerben sind, und darauf zu bauen, dass der Rest des Kapitalmarkts dies auch als Okkasion erkennt und diese Anleihen teurer bewertet als beim Kauf. Der umgekehrte Fall gilt selbstverständlich ebenso. Mit anderen Worten: Man sollte sich von solchen Papieren trennen, die vergleichsweise *teuer* handeln, also mit einem relativ engen ASW Spread vom Markt bewertet werden, es sei denn, es gebe andere qualitative Gründe, dass die *teure* Anleihe noch *teurer* wird.



Grafik 5: Schematische Darstellung einer Swap-Kurve mit den darüber liegenden Rating-Korridoren

	aaa	aa+	aa	aa-	a+	a	a-	bbb+	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-
Senior Average	27.7	26.2	51.3	64.6	74.1	74.9	85.6	117.4	153.2	184.7	260.3	282.2	357.9
Sub Average	60.0	80.0	100.0	120.0	135.0	149.5	188.6	205.9	244.4	321.4	374.5	432.9	482.9

Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafik 6: Durchschnittliche Asset-Swap Spreads im Erst- und Nachrang verschiedener Rating Buckets*

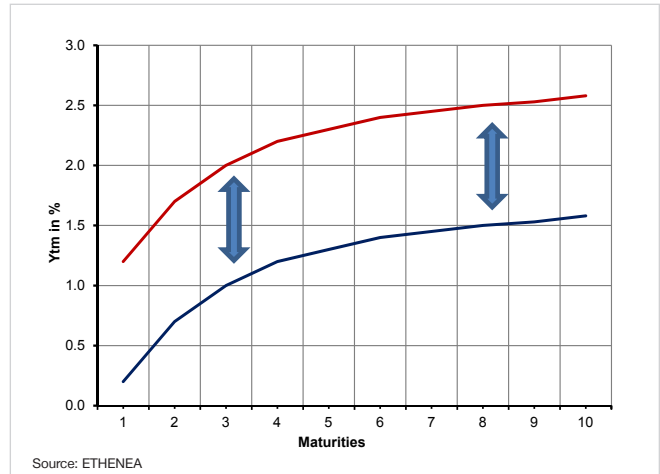
Als analytisches Stützkorsett verwenden wir die Tabelle in Grafik 6, die wir in regelmäßigen Abständen neu ermitteln. Dazu berechnen wir den durchschnittlichen Asset-Swap Spread von circa 800 in EUR denominierten Senior-Anleihen und ca. 1.000 USD-denominierten Senior-Anleihen, mit einer Restlaufzeit zwischen fünf und elf Jahren und einer Mindestgröße von 200 Millionen. Um den durchschnittlichen ASW Spread für nachrangige Anleihen zu ermitteln, werden noch einmal circa 700 Einzeltitel in EUR und USD analysiert.

Mit Hilfe dieser Momentaufnahme können wir zumindest einen groben Filter über unsere bestehenden Investitionen legen und ermitteln, wieviel teurer oder billiger diese Anleihen in ihrem jeweiligen Rating-Topf handeln. Auch potentiell neue Investitionen erhalten anhand dieser Bucket-Betrachtung eine erste Bewertung.

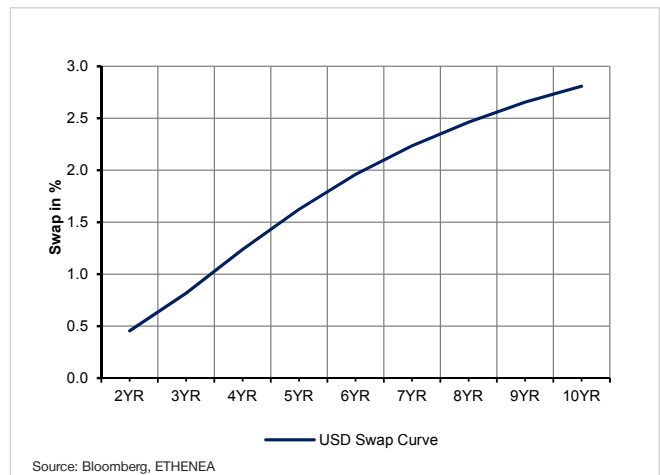
Durch die *relative* Bewertung der Anleihen kann man natürlich nicht den gesamten Investitionserfolg erzielen. Wichtiger sind sicherlich das Erwerbs- und das Verkaufsrendite-Niveau der Anleihe, welche zu einem großen Teil auf das allgemeine Zinsniveau zurückgeführt werden können, d. h. auf eine Veränderung der Zinskurve (siehe Grafik 7, welche eine parallele Verschiebung aufzeigt).

Für die nächsten Monate erwarten wir allerdings wenig Änderungen im makroökonomischen Bild und damit keine größeren Verschiebungen der Zinsstrukturkurven. Die Inflationserwartungen, die oft als maßgeblicher Faktor für einen Renditeanstieg auf breiter Front herangezogen werden, sind, wie eingangs erwähnt, aktuell gut unter Kontrolle und fest verankert.

In solch einem Umfeld ist es unwahrscheinlich, dass man einen großen positiven Ergebnisbeitrag aus einer generellen Abwärtsverschiebung der Zinskurven erhält. Stattdessen bietet sich an, mangels besserer Annahme von einer konstanten Form sowie einem ebenso konstanten Niveau der Zinskurve auszugehen. Wenn man beispielsweise die USD-Swap-Kurve (Grafik 8) als gegeben hinnimmt, dann lässt sich die Tabelle in Grafik 9 errechnen. Dort wird die Annahme getroffen, dass die Kurve in drei Monaten exakt so aussieht wie am 28.02.2014 und man in die jeweilige Laufzeit investiert, um anschließend nach drei Monaten festzustellen, was man insgesamt (annualisiert) erwirtschaftet hat. Man erfährt, dass eine Investition im 9-Jahres-Segment am lukrativsten wäre, da der sogenannte Roll-Down-Effekt zwischen dem 8- und 9-jährigen Punkt



Grafik 7: Schematische Darstellung einer Zinskurven-Verschiebung*



Grafik 8: USD-Zins-Swap-Kurve zum 28.02.2014*

3mth horizon return	
2 YR	1.058
3YR	1.762
4YR	2.726
5YR	3.323
6YR	3.725
7YR	3.893
8YR	4.015
9YR	4.110
10YR	4.059

Grafik 9: Total Return über einen 3-Monats-Horizont bei unveränderter Zinskurve*

am größten ist. Was sich an dieser Stelle wie blanke Theorie anhört, lässt sich in der Realität durchaus beobachten. Über die Preisalgorithmen der Marketmaker der Banken, die ja sämtliche Anleihen mit einem Zinsaufschlag gegenüber einer Swap-Kurve bewerten, lässt sich dieser Roll-Down-Effekt auch tatsächlich erzielen. Unter gleichen Kredit- und Liquiditätsbedingungen wird der ASW Spread einer Anleihe konstant bleiben und damit die interpolierte Swap-Kurve hinunterrollen. Ceteris paribus macht es also durchaus für uns als Investoren Sinn, die *sweet spots* bzw. die steilsten Punkte der Zinskurven zu kennen und den Investitionen in diesem Laufzeitsegment den Vorzug zu geben.

Aber der Teufel steckt ja bekanntlich im Detail...

Werfen wir nun einen Blick auf die Aktienmärkte. Nach einem durchwachsenen Januar (vor dem Hintergrund der politischen Turbulenzen der Schwellenländer und deren Auswirkungen insbesondere auf die Währungsmärkte) konzentrierten sich die Aktieninvestoren auf beiden Seiten des Atlantik auf ihr Lieblingsthema, das jedes Quartal wieder aktuell wird: die Berichtssaison.

Je nachdem, ob Europa oder die USA im Fokus stehen, lösen die Unternehmensergebnisse bei den Anlegern recht unterschiedliche Gefühle und Gedanken aus. Beginnen wir mit Europa.

Die Berichtssaison des vierten Quartals 2013 ist etwa zur Hälfte abgeschlossen. Nach einem schwierigen Start Anfang Februar, als nur etwa 28% der europäischen Unternehmen die Prognosen zum Gewinn je Aktie (*Earnings per share/EPs*) übertrafen, zeigten sie in der jüngeren Vergangenheit bessere Ergebnisse: 53% von ihnen überflügelten die Prognosen zu den EPs (nur 50% ohne die Finanzdienstleistungsunternehmen) und 45% die Umsatzprognosen (Grafik 10).

Bei den Wachstumsprognosen der EPs im Vergleich zum Vorjahr sehen wir uns mit einem Rückgang von 4% konfrontiert. Trotz der positiveren Ergebnisse fielen die meisten Telefonkonferenzen und Präsentationen der Investoren nach der Veröffentlichung der Gewinne recht pessimistisch aus. In der Folge begann die Gemeinde der Sell-Side-Analysten, die bis dato sehr optimistische Gewinnwachstumsprognose für 2014 im mittleren zweistelligen Bereich nach unten zu korrigieren, auf nüchternere Werte von etwa 10% Gewinn je Aktie.

Für unser Anlageszenario bezüglich der europäischen Aktien bedeutet dies, dass angesichts dieser jüngsten Abwärtskorrektur der EPs sowie der im Jahresverlauf unverändert leicht steigenden europäischen Aktienmärkte die zahlreichen Bewertungsparameter für das Kurs-Gewinn-Verhältnis gestiegen sind und sich einem Wert von 14x angenähert haben. Historisch gesehen ist dieser Wert relativ hoch und impliziert, dass die Märkte aktuell ziemlich teuer sind.

Bei der Positionierung erscheint die Buy-Side-Gemeinde bisher sehr entspannt, da sie weiter in den europäischen Aufschwung investiert: Seit Wochen werden nunmehr kontinuierlich Mittelzuflüsse verzeichnet (dabei wird das Geld oftmals aus Aktienfonds der Schwellenländer abgezogen und in Fonds reinvestiert, die in europäische Aktien investiert sind).

Man sollte genau im Auge behalten, wie sich die wirtschaftlichen Aussichten in Europa weiter entwickeln, indem man sich auf die veröffentlichten PMI-Indizes konzentriert. Bisher haben sich diese gut entwickelt und tendieren für die große Mehrheit sogar höher (mit der deutlichen Ausnahme von Frankreich). Gute PMI-Zahlen sind von entscheidender Bedeutung, um in Europa ein gemeinsames BIP-Wachstum von etwa 1% zu erreichen. Dieses würde sich wiederum in einem EPs-Wachstum von 10% niederschlagen. Wie bereits erwähnt, werden wir diese Art von Wachstum benötigen,

	No. of cos reported	% reported	% cos beating EPS estimates	%yoy EPS growth	% cos beating Sales estimates	Sales surprise	%yoy Sales growth
DJStoxx600	246	50%	53%	9%	45%	-1%	-2%
Energy	17	52%	47%	-28%	35%	-3%	-4%
Materials	22	50%	44%	-20%	41%	-1%	-2%
Industrials	42	42%	34%	41%	44%	-1%	-1%
Discretionary	31	47%	33%	-3%	41%	-1%	6%
Staples	24	71%	92%	9%	32%	-3%	3%
Healthcare	20	65%	74%	-1%	70%	0%	1%
Financials	57	47%	63%	57%	59%	6%	-8%
IT	14	70%	50%	114%	36%	-2%	-3%
Telecoms	13	59%	36%	-28%	38%	0%	-9%
Utilities	6	29%	100%	-31%	0%	-9%	5%
Ex-Financials	189	51%	50%	-5%	42%	-2%	0%

Source: Bloomberg, J.P.Morgan

Grafik 10: Berichtssaison Q4 Europa*

um das Niveau an den Aktienmärkten zu halten, andernfalls könnte es an den europäischen Aktienmärkten sehr schnell ein wenig angespannt aussehen.

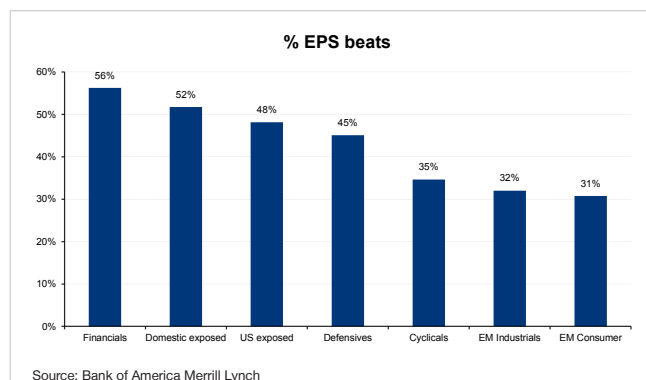
Folglich ist es wenig überraschend, dass sich unter den enttäuschenden Sektoren insbesondere solche finden, die von den Schwellenländern abhängig sind (Grafik 11). Das gilt sowohl für Anlageinvestitionen (d. h. Industrie- und Rohstoffsektoren) als auch für Engagements in Verbrauchsgüter wie den Basiskonsumgütersektor.

Wenn wir uns nun den USA zuwenden, zeigt sich augenscheinlich eine positivere Ergebnisreihe.

Von den 87% der Unternehmen, die berichtet haben, konnten insgesamt 75% bei den EPS und 63% bei den Umsätzen besser abschneiden. Hinsichtlich des EPS-Wachstums ergibt sich im Jahresvergleich ein Wert von 9% (7% ohne Finanzdienstleistungen), sofern die Umsätze sich, wie erwartet, um 1% im Jahresvergleich steigern (Grafik 12).

Auf Sektorebene sieht die Berichtssaison sehr ausgewogen aus und alle Sektoren konnten (sowohl bei den EPS als auch bei den Umsätzen) die Prognosen überflügeln. Wie auch in Europa haben die meisten Unternehmen der Gesundheitsbranche in diesem Quartal in Bezug auf EPS und die Umsätze die Erwartungen geschlagen, gefolgt von den Finanzdienstleistungs-, Industrie- und Technologieunternehmen. Eine deutliche Ausnahme von dieser guten Ergebnisreihe bildete der Basiskonsumgütersektor, insbesondere bei den EPS. Wie bereits schon vorher dargelegt, hatte dieser aufgrund von Währungsturbulenzen, Kosteninflation, Einzelhandelsschwäche (die mit den extremen Wetterbedingungen im Winter in Verbindung gebracht werden) und eines geringeren Wachstums an den Schwellenmärkten mit Widerstand zu kämpfen.

Ein anderer Sektor, der in dieser Berichtssaison ein wenig zu kämpfen hatte, scheint der Sektor für langlebige Konsumgüter



Grafik 11: Unternehmen mit einem hohen Engagement in den Schwellenmärkten und enttäuschenden EPS

zu sein. Erneut begannen die Einzelhändler die Berichtssaison schlecht und verwiesen als Hauptschuldigen auf die Wetterbedingungen. In diesem Zusammenhang haben die jüngsten Veröffentlichungen des Indizes für die Einzelhandelsumsätze in den USA mit großer Sicherheit eine gewisse Schwäche auf der Verbraucherseite betont. Dessen ungeachtet konnten sich die jüngsten Einzelhandelsergebnisse verbessern und deuten nun darauf hin, dass die damit verbundenen Wetterauswirkungen schlussendlich an Bedeutung verlieren. Letztlich beschert das schlechte Wetter somit denjenigen Unternehmen, die etwas später im Zyklus berichten, ein bisschen Glück.

Für die Zukunft wird es nun interessant sein, genau zu verfolgen, wie sich die Wirtschaftsindikatoren in den USA entwickeln, da das jüngste Bündel sich kürzlich recht durchwachsen zeigte. Es sei noch einmal gesagt, dass viele Kommentatoren die aktuelle Entwicklung herunterspielen und ihn auf das extreme Wetter schieben. Damit verzerren sie allerdings das tatsächliche Bild zur wirtschaftlichen Gesundheit der USA. Wie immer werden wir die Entwicklungen weiterhin genau verfolgen und entsprechend handeln.

	No. of cos reported	% reported	% cos beating EPS estimates	%yoy EPS growth	% cos beating Sales estimates	Sales surprise	%yoy Sales growth
S&P500	432	87%	75%	9%	63%	1%	1%
Energy	37	82%	73%	-8%	57%	0%	-3%
Materials	31	100%	74%	18%	61%	1%	3%
Industrials	58	91%	71%	16%	69%	1%	2%
Discretionary	59	71%	72%	12%	55%	0%	5%
Staples	33	85%	64%	2%	30%	-1%	1%
Healthcare	53	98%	75%	3%	75%	2%	5%
Financials	78	96%	78%	24%	70%	4%	-10%
IT	56	86%	84%	8%	66%	1%	5%
Telecoms	5	83%	100%	27%	100%	0%	2%
Utilities	22	73%	73%	6%	64%	3%	3%
Ex-Financials	354	85%	74%	7%	62%	1%	3%

Source: Bloomberg, J.P.Morgan

Grafik 12: Berichtssaison Q4 USA*

Positionierung der Ethna Funds

Ethna-AKTIV E

Im Zuge der Erhöhung des Netto-Aktienexposures auf knapp 30%, wurde die Short-Position in Treasuries geschlossen und somit die Modified Duration des Bond-Portfolios leicht auf aktuell 4,45 erhöht. Ziel ist es, dadurch das Gesamtrisiko des Fonds sowie seine Volatilität besser steuern zu können. Im Falle von externen negativen Schocks ist auf diese Weise das Bond-Portfolio in einer verbesserten Lage, um negative Auswirkungen auf der Aktienseite abzufedern. Insgesamt verbesserte sich auch das durchschnittliche Rating des Bond-Portfolios um einen Notch auf BBB+ bis A-. Insbesondere kurzläufige Bundesanleihen wurden erworben, da diese neben dem Effekt des sicheren Assets von weiteren potentiellen Maßnahmen der EZB profitieren können.

Auf der Aktienseite wurde nach einem schwierigen Januar die Bruttoquote im Februar wieder leicht auf 17,8% (netto 29,8%) erhöht. Zugekauft wurden großkapitalisierte Werte in den USA mit einem Fokus auf Technologie, Informatik und Medien. Hohe aufgelaufene Gewinne im Banken- und Versicherungssektor haben wir teilweise realisiert. Die Gewichtung fiel konsequenterweise um je 0,5%. Trotz der Gewinnrealisierungen bleiben die Banken und Versicherungen ein wichtiger Teil des Portfolios. Diese Sektoren werden einerseits von besseren politischen Rahmenbedingungen wie der gemeinsamen europäischen Bankenaufsicht sowie andererseits von ökonomischen Verbesserungen und fallenden Risikoaufschlägen in der Eurozone profitieren.

Durch die Zukäufe auf der Aktien- und Rentenseite sank der Netto-Cash-Bestand auf 10,6%. Damit besitzt der Fonds weiterhin genug Flexibilität, um gezielt kurzfristige Opportunitäten wahrzunehmen. Bezüglich unserer strategischen Ausrichtung in Bezug auf die Währungsallokation gab es keine Veränderung.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Dem volatilieren Marktumfeld Rechnung tragend, hat der Ethna-GLOBAL Dynamisch weitere Gewinne im Bankensektor realisiert. Das Exposure fiel von 3,6% auf 1%. Ebenfalls verkauft wurden Aktien aus dem zyklischen Chemiebereich, welcher mit gemischten Q4-Zahlen aufwartete. Im Gegenzug kauften wir europäische und amerikanische Aktien aus dem Pharma- und Medtechbereich. Wir gehen davon aus, dass die stabilen Geschäftsmodelle, hohen Cash-Flows und attraktiven Dividenden zukünftig wieder vermehrt von den Investoren gesucht werden. Die Netto-Aktienquote liegt bei 55,8%.

Trotz der kurzfristigen Reduzierung von Risiken bleiben die zyklischen Aktien ein wichtiger Bestandteil des Portfolios. Auto- und Finanzwerte werden weiterhin von einer Stabilisierung der europäischen Wirtschaft und einer beschleunigten Expansion der USA sowie dem weiterhin guten Wachstum in Asien profitieren.

Zur Steuerung des Gesamtrisikos des Fonds und der Zielvolatilität haben wir auf der Rentenseite alle Zinsfutures geschlossen und somit die Modified Duration des Bond-Portfolios auf 5,36 erhöht. Die Intention dahinter ist, dass im Falle eines externen Schocks, z. B. einer Zuspitzung des Konflikts in der Ukraine oder innerhalb der Emerging Markets, das Bond-Portfolio Bewegungen im Aktien-Portfolio abfedern kann. Gleichzeitig erhöhten wir das Renten-Exposure auf 29% in Richtung unserer langfristigen Zielallokation von 30%.

Auf der Währungsseite gab es keine großen Veränderungen. Im Zuge der aktuellen Marktbewegungen erhöhten wir unser USD-Exposure leicht, auf insgesamt 3,8%. Dennoch bleiben wir, was Währungen angeht, konservativ positioniert, um keine zu große Volatilität in den Fonds einzukaufen.

Ethna-GLOBAL Defensiv

Den Ethna-GLOBAL Defensiv sehen wir weiterhin mit einem durchschnittlichen Rating von A- bis A und einer immer noch leicht reduzierten Modified Duration von 3,53 sehr gut aufgestellt.

Die Netto-Aktienquote beträgt aktuell 4,4% und ist somit ebenfalls durchschnittlich, was dem Fonds die Möglichkeit eröffnet, im Falle einer kurzfristigen Marktbewegung gezielt Opportunitäten wahrzunehmen.

Auf der Rentenseite wurde u. a. der Bestand an portugiesischen Staatsanleihen erhöht, da diese im Zuge einer weiteren Konvergenz der europäischen Zinsen am stärksten profitieren sollten. So sanken diese Zinsen im aktuellen Monat auch deutlich für die 10-jährigen Anleihen – von über 5% auf aktuell nur noch 4,85%.

Durch Zukäufe auf der Rentenseite wurde der Netto-Cash-Bestand auf 15,4% reduziert. Gleichzeitig wurde der Anteil an USD im Portfolio auf 5,4% erhöht, um hier von der aktuellen Marktbewegung sowie einer kurzfristigen Zuspitzung des Ukraine-Konfliktes profitieren zu können.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	96.4	1.3709	1.21655	0.81918	139.38	1.52964	8.2682	1.52545	3.0439	8.3849
-1m	0.6%	1.5%	-0.5%	-0.2%	0.9%	-0.9%	-2.4%	1.7%	-0.3%	2.9%
ytd	-1.4%	-0.6%	-0.7%	-1.6%	-4.0%	-1.0%	-1.1%	4.1%	2.6%	0.4%

Germany Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.091	0.595	1.564	147	73	266	89	131
-1m	2	-6	-10	-12	-9	-50	-12	-14
ytd	-12	-33	-37	-24	3	-20	2	3

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	108	111	-98	56	29	21	190	192	325	545	152
-1m	99	105	-104	57	26	22	211	200	334	695	165
ytd	110	109	-119	63	34	31	220	222	420	649	158

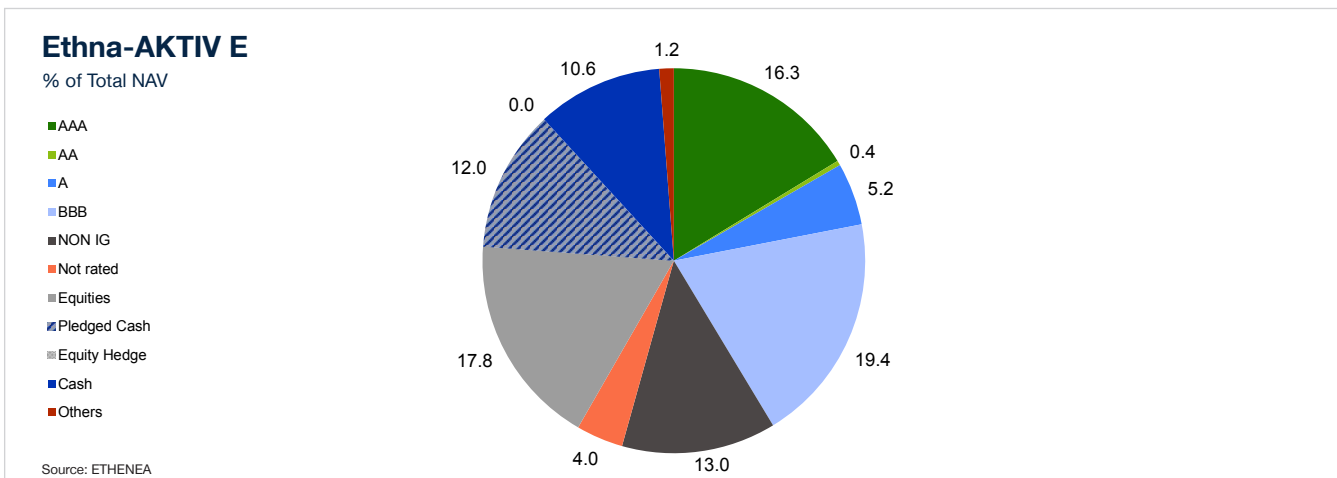
Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	9,614.61	16,272.65	3,138.77	4,400.9	6,817.44	14,841.07	2,056.302
-1m	3.3%	3.7%	4.1%	5.6%	4.7%	-0.5%	1.1%
ytd	0.7%	-1.8%	1.0%	2.4%	1.0%	-8.9%	-2.8%
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	16.9	15.3	19.0	27.8	18.0	20.2	10.3
-1m	3.3%	3.6%	4.1%	5.6%	10.5%	-0.5%	1.3%
ytd	0.4%	-1.8%	1.0%	2.4%	6.6%	-8.9%	-2.4%

Grafik 13: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)*

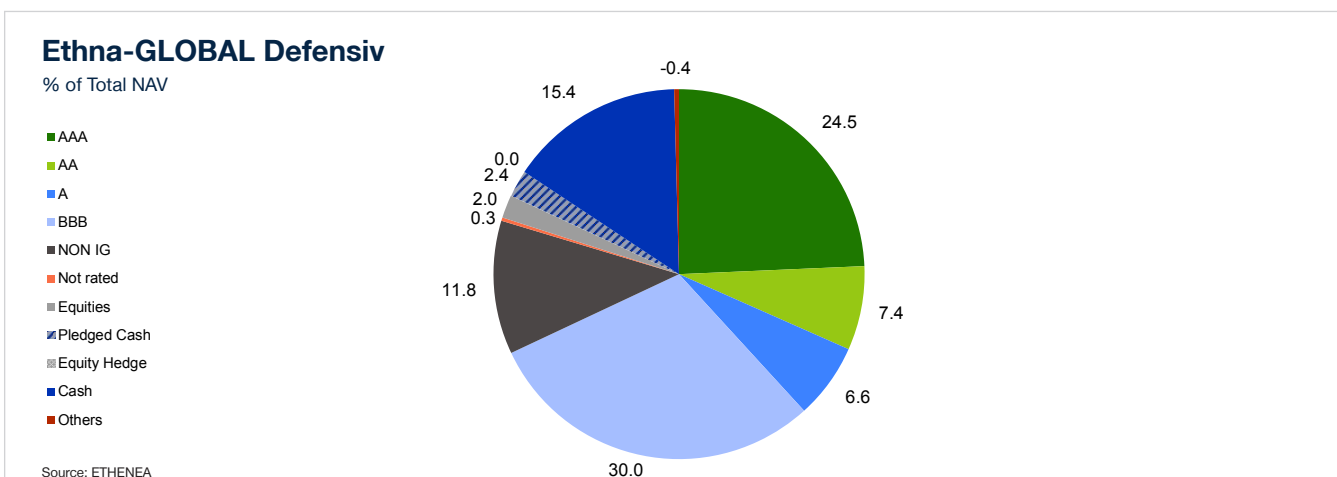
Weitere Detailinformationen finden Sie unter [diesem Link](#).

Date	Fund	Yield p. a.	Rating is between	Mod. duration	Current yield p. a.	Mod. duration -bonds only-
28.02.14	Ethna-AKTIV E	4.01%	BBB+ A-	4.45	4.51%	4.77
28.02.14	Ethna-GLOBAL Defensiv	3.46%	A- A	3.53	3.85%	5.36
28.02.14	Ethna-GLOBAL Dynamisch	3.91%	BBB+ A-	5.36	4.10%	5.36

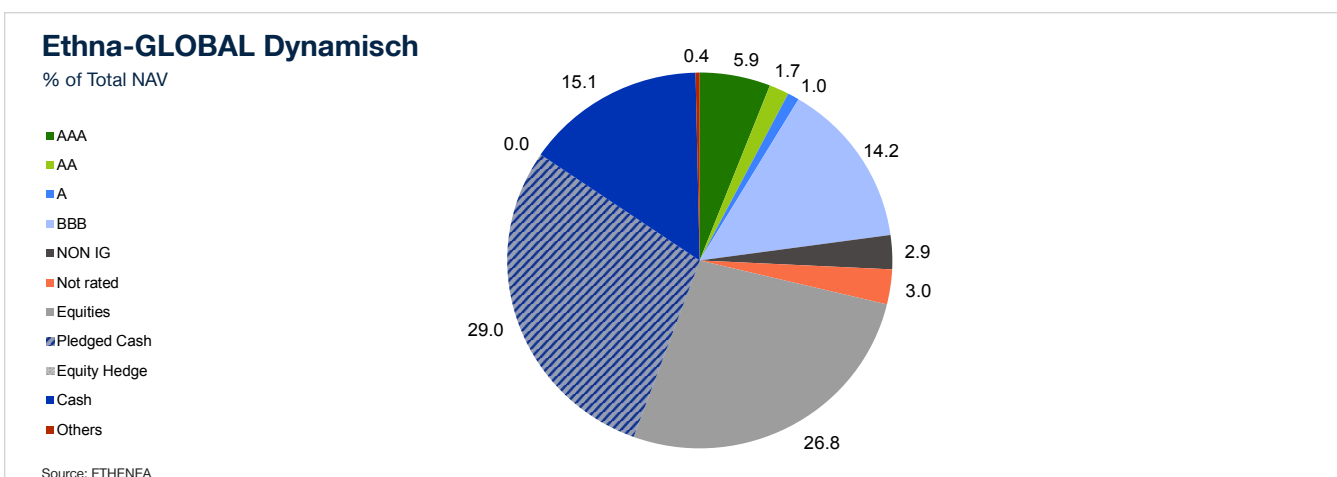
Grafik 14: Kennzahlen der Ethna Funds zum Monatsende*



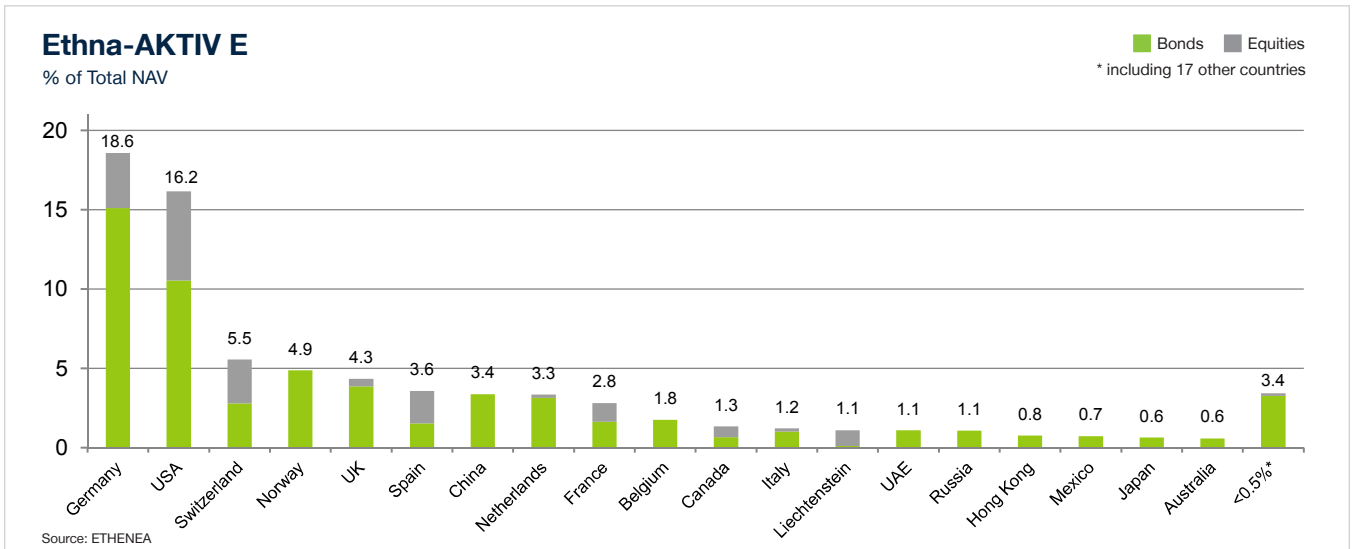
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating*



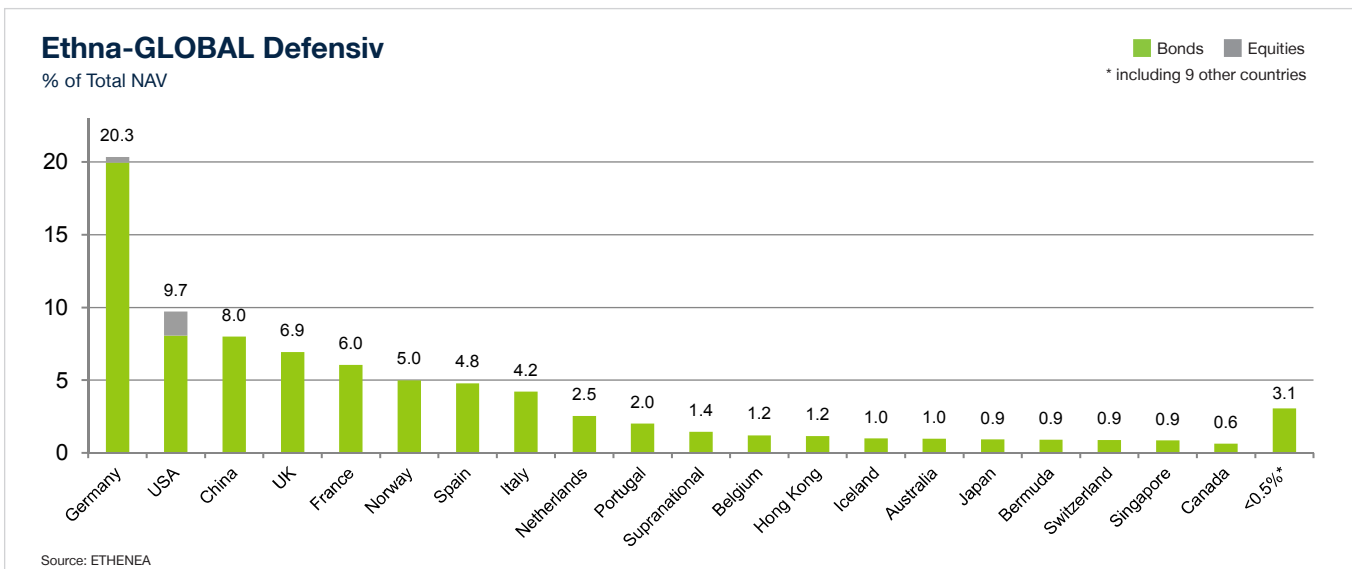
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating*



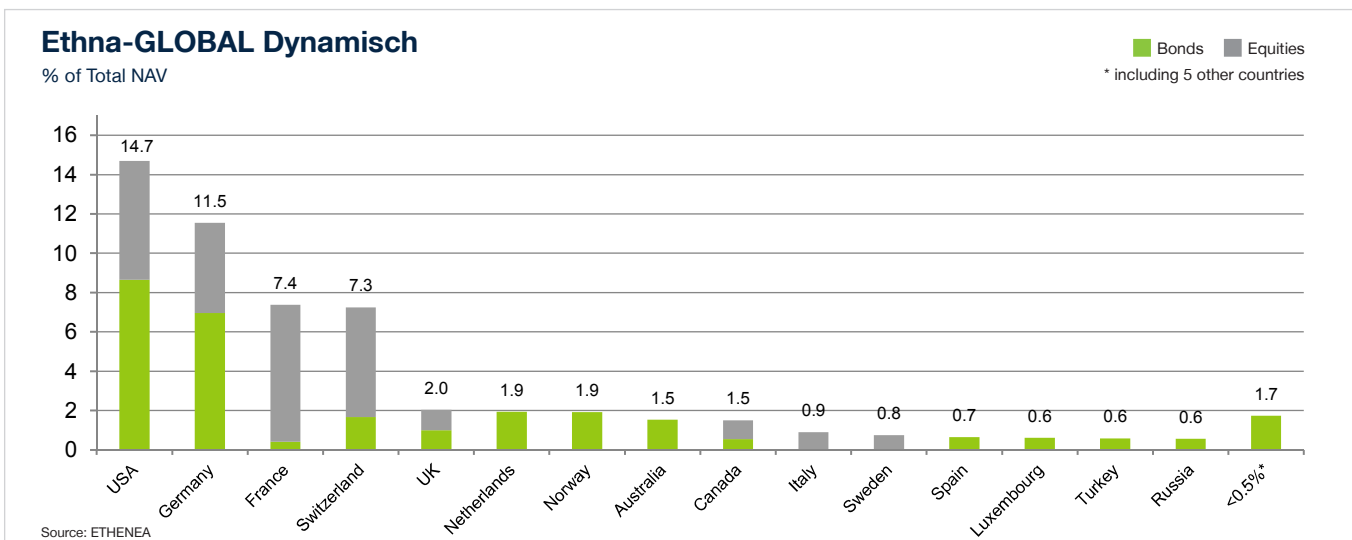
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating*



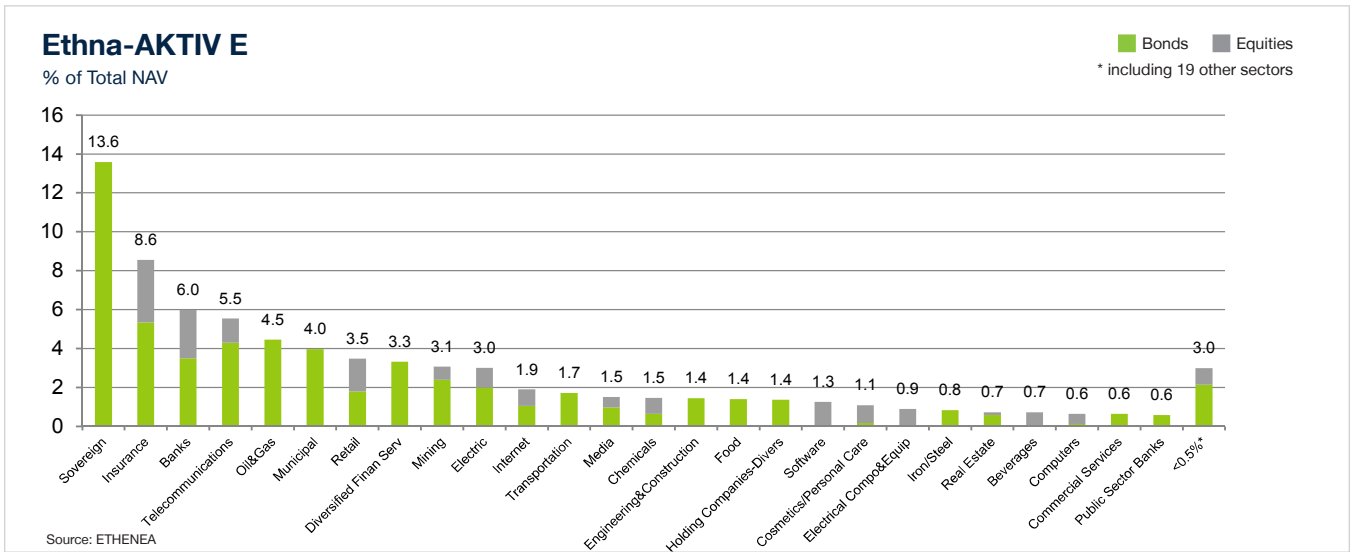
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft*



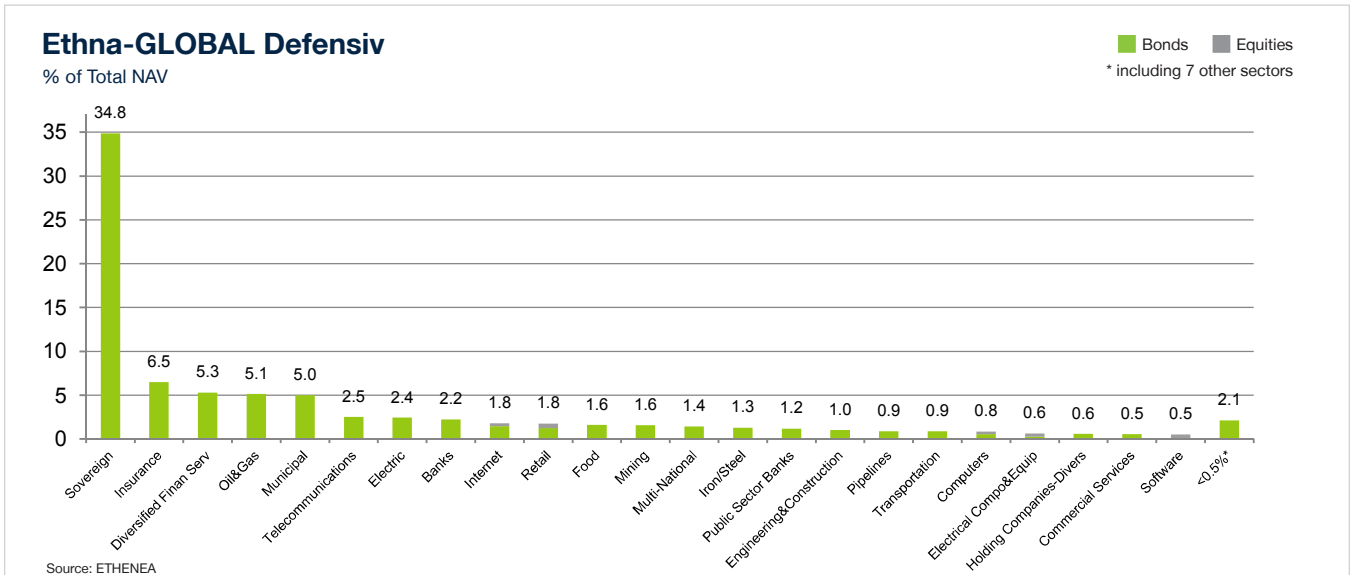
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft*



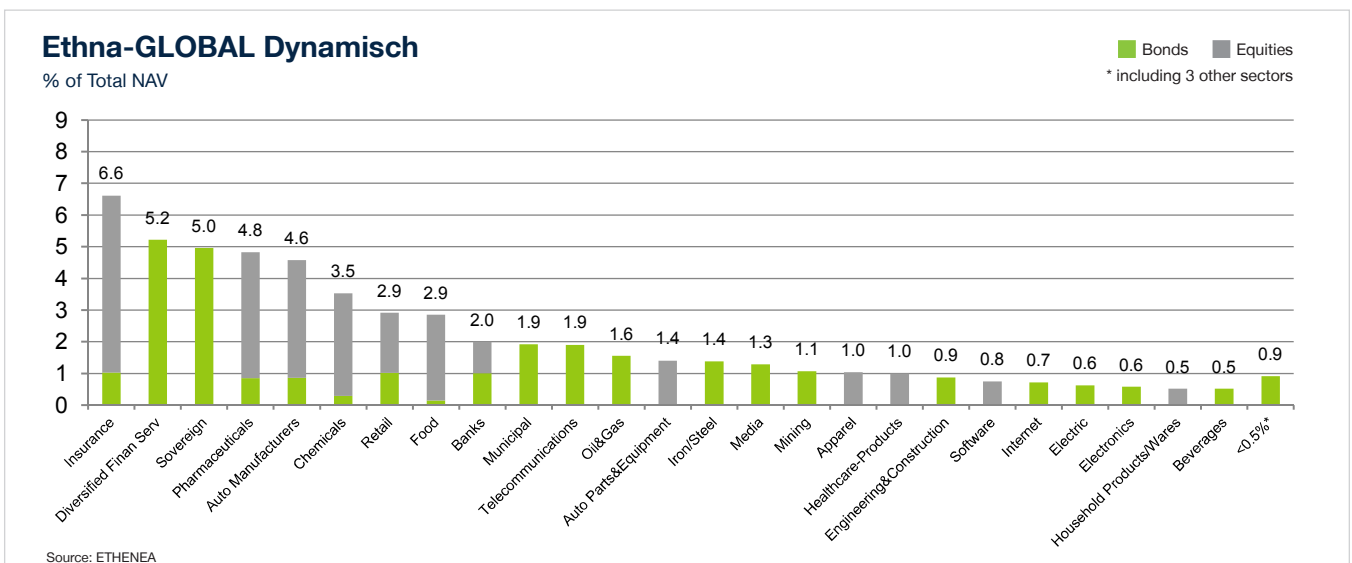
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft*



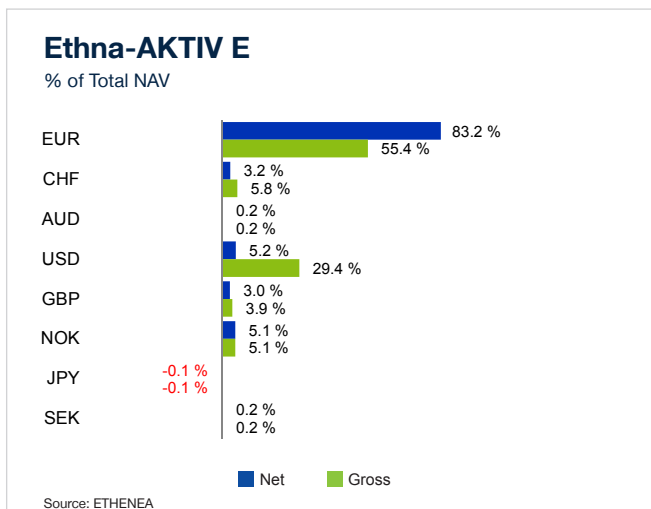
Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Branche*



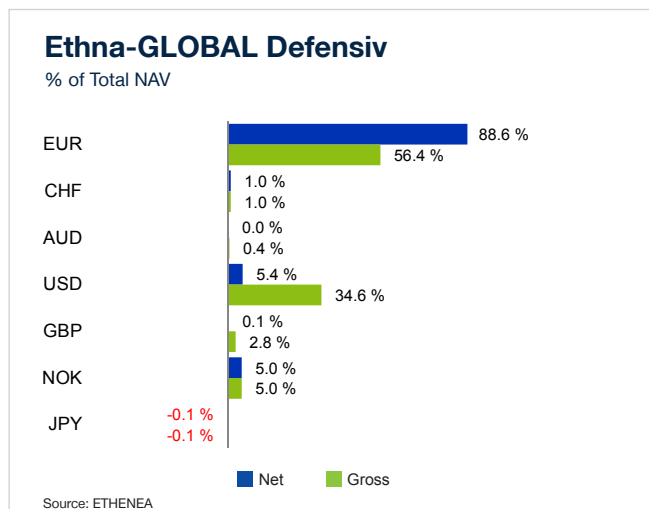
Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Branche*



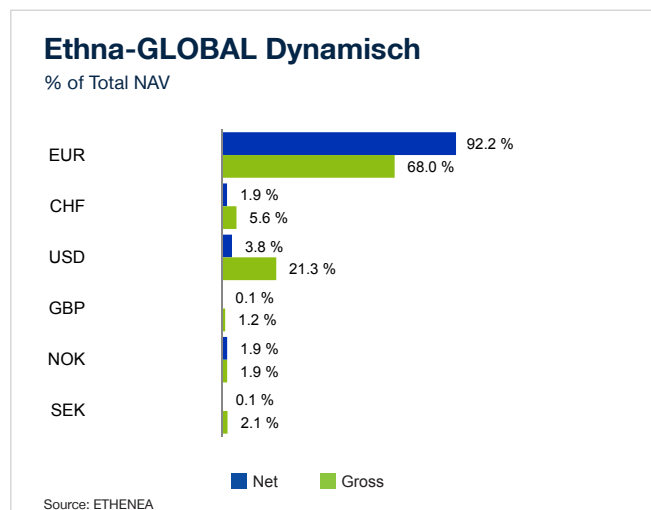
Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Branche*



Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen*



Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen*



Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Währungen*

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



ETHENEA
managing the Ethna Funds



Das Portfolio Management:

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



Wichtige Hinweise:

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. 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, 28.02.2014.