

MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

Die Komplexität der Märkte



Komplex oder kompliziert? Aktien oder Anleihen? Das Verhalten der Märkte ist nicht eindeutig vorherzusagen – auch nicht mit dem besten Wissensstand.

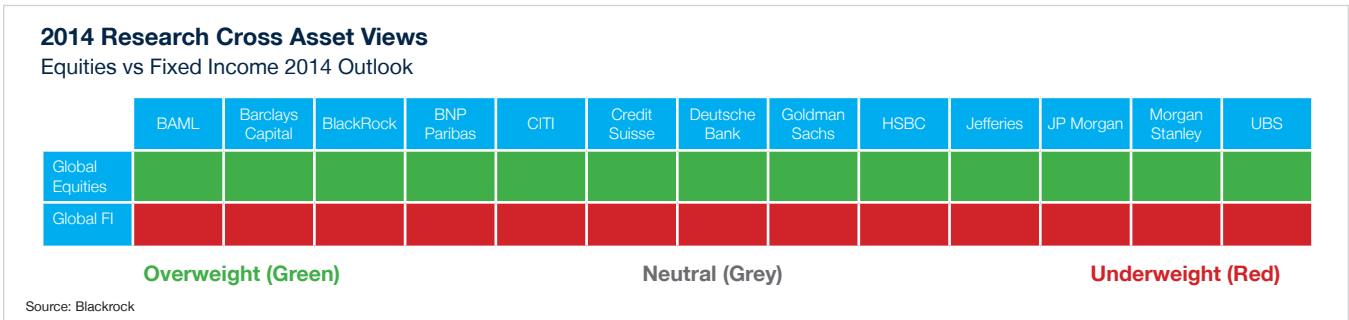
Bevor wir in medias res gehen, stellen wir uns doch kurz einmal die Frage: Was ist eigentlich Komplexität? Wikipedia schreibt hierzu: „Komplexität bezeichnet allgemein die Eigenschaft eines Systems oder Modells, dessen Gesamtverhalten man selbst dann nicht eindeutig beschreiben kann, wenn man vollständige Informationen über seine Einzelkomponenten und ihre Wechselwirkungen besitzt. Der Begriff leitet sich ab von lateinisch *complexum*, Partizip Perfekt von *complecti* ‚umschlingen‘, ‚umfassen‘ oder ‚zusammenfassen‘.“¹

Komplex ist folglich nicht gleichbedeutend mit *kompliziert*. Eine teure mechanische Uhr ist beispielsweise durchaus kompliziert (man spricht ja nicht rein zufällig von Komplikationen als Zusatzfunktion bei einem Uhrwerk), verhält sich jedoch sehr vorhersehbar und ist damit nicht komplex.

Ein Fußballspiel hingegen ist ein äußerst komplexes Geschehen mit vielen Unwägbarkeiten. Ob es allerdings auch kompliziert ist, liegt ganz im Auge des Betrachters. Obwohl das Regelwerk des DFB mit 122 Seiten doppelt so lang ist wie die europäische Verordnung zur Schnullerkette (52 Seiten), sind die Regeln nicht so kompliziert. Leider ist die Abseitsregel (Regel 11) oft Gegenstand zahlreicher Irrungen und Wirrungen und das nicht nur, wie Vorurteile behaupten, bei den weiblichen Zuschauern. Selbst Bundesliga-Schiedsrichter zeigen gelegentlich offensichtliches Unverständnis für die Interpretation der Regel 11, wie zuletzt ärgerlicherweise beim Bundesligaduell zwischen VfL Wolfsburg und Eintracht Frankfurt. Ein möglicher Windstoß, ausgelöst durch den sprichwörtlichen Flügelschlag eines chinesischen Schmetter-

¹ <http://de.wikipedia.org/wiki/Komplexität>





Grafik 1: Prognosen verschiedener Banken für 2014

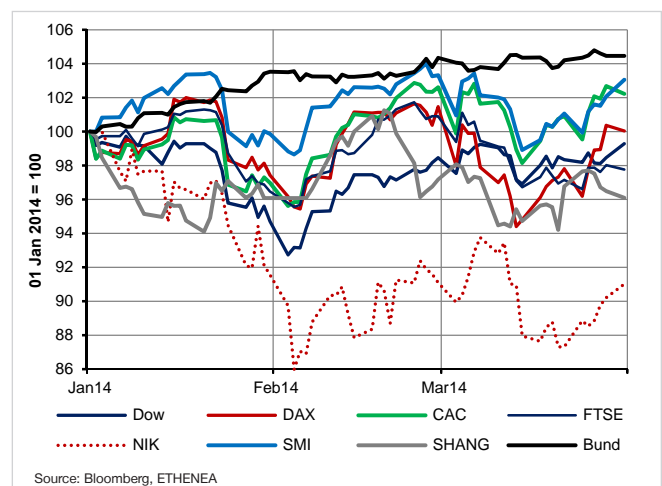
lings, hat sowohl den Schiedsrichter als auch den Schiedsrichterassistenten im entscheidenden Moment der Ballabgabe abgelenkt, sodass der 0:2-Treffer der Sportgemeinschaft fälschlicherweise nicht zählte. Ein sehr glücklicher, nicht wiederholbarer Torschuss von Naldo aus 35 Metern in den Winkel tat ein Übriges. Das Spiel ging letztendlich 2:1 für den VfL Wolfsburg aus.

Abgesehen von der himmelschreienden Ungerechtigkeit aus Sicht der Eintracht Frankfurt (man mag mittlerweile korrekterweise zu dem Schluss gekommen sein, dass der Autor nicht unbefangen ist), verdeutlicht dieses Beispiel, dass auch vermeintlich unkomplizierte Dinge sehr komplex sein können. Der allseits bekannte 25-Meter-Fallrückzieher des schwedischen Nationalspielers Ibrahimović im EM-Spiel Schweden gegen England im Jahr 2012 zeigte dies ebenso. Minimalste Abweichungen in der Ballgeschwindigkeit, in der Laufgeschwindigkeit, ja selbst im Winkel der Fußhaltung würden zu einem anderen Ergebnis führen. In der Physik spricht man hier von der *Chaostheorie*, welche der breiten Allgemeinheit durch das Buch des verstorbenen Autors Michael Crichton *Jurassic Park* in der Person des Dr. Ian Malcolm nähergebracht wurde. Es werden gewisse Gesetzmäßigkeiten und Verhaltensmuster entdeckt, aber selbst mit komplizierten Berechnungen der komplexen Zusammenhänge lassen sich nur Wahrscheinlichkeiten für gewisse Ereignisse prognostizieren. Wir alle kennen das Problem bei der Wettervorhersage. Manchmal bekommt man den Eindruck, dass die Wetterforschung endlich den Durchbruch geschafft hat, weil die Prognosen exakt zutreffen. Wenige Tage später ist die subjektive Trefferquote dahin und nichts passt mehr.

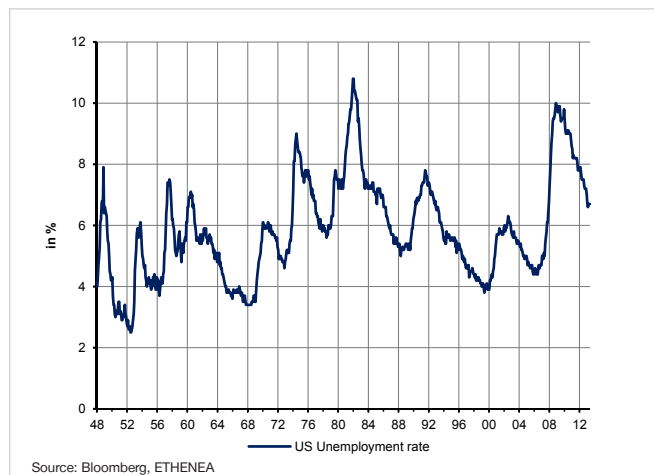
Genauso geht es auch den Börsianern immer wieder. Eben erst erlag man der Verlockung, sich selbst als *Guru der Märkte* zu sehen (weil man ja alles richtig gemacht hat), nur um im nächsten Moment mit der harschen Realität konfrontiert zu werden, dass man scheinbar nichts mehr versteht. Erfolg und Misserfolg liegen an der Börse dicht beieinander. Wenn

man sich als Investor an die Prognosen der großen Banken gehalten hätte, hätte man sich mittlerweile schon das ein oder andere Mal geärgert (Grafik 1). Konsensprognose für 2014 war am Ende des vergangenen Jahres, dass Aktien über- und Renten untergewichtet werden sollten. Nun ja, das Jahr ist noch jung, doch am Ende des ersten Quartals sei es erlaubt, eine kurze Zwischenbilanz zu ziehen.

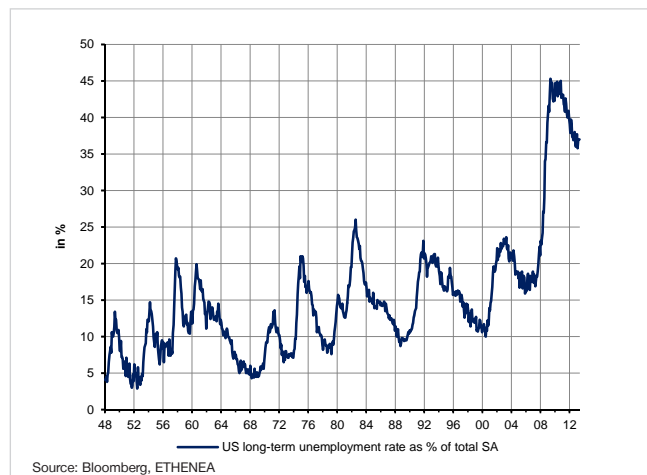
In Grafik 2 ist die relative Performance der unterschiedlichen Aktienindizes im abgelaufenen Quartal grafisch dargestellt und zum schnellen Vergleich für den Rentenmarkt wurde der Bund Future im gleichen Maßstab hinzugefügt. Dass der Bund nicht das ideale Renteninvestment im ersten Quartal war, ist sicherlich in Zeiten der Konvergenz von Renditen der Peripherie offensichtlich. Allerdings hätte selbst der Bund als Anlage mit fast 5% Ertrag ein Investment in einen der ausgewählten Aktienindizes geschlagen, von der geringeren Volatilität des Bund Future-Investments einmal ganz zu schweigen. Mit griechischen Anleihen (welche eine längere Laufzeit von über einem Jahr aufweisen) hätte man im Durchschnitt über 20% verdienen können und auch portu-



Grafik 2: Prozentuale Wertentwicklung



Grafik 3: Verlauf der Arbeitslosenquote der USA



Grafik 4: Entwicklung des Anteils der Langzeitarbeitslosen an den Gesamtarbeitslosen der USA

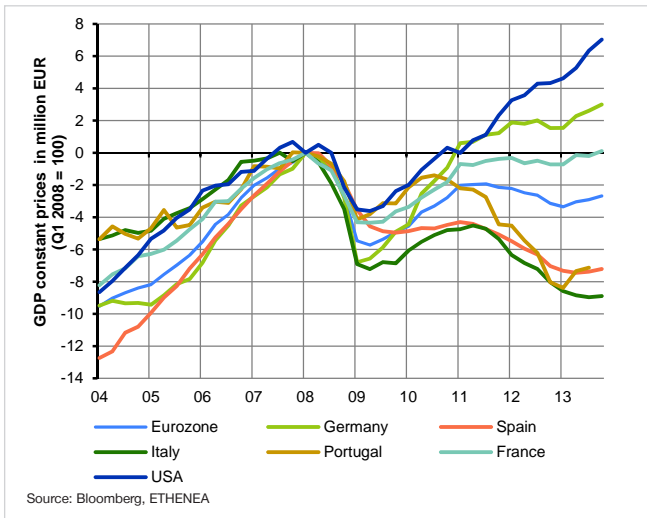
giesische Anleihen hätten noch knapp 13% abgeworfen. Aber wie gesagt: Das Jahr ist noch nicht vorbei. Allerdings waren die Prognosen der Banken bisher nicht besonders hilfreich in diesem Zusammenhang.

Wie geht es nun weiter mit 2014? Ein Indiz für den weiteren Jahresverlauf dürfte, unter *normalen* Umständen der letzten sechs Jahre, das Verhalten der Zentralbanken sein. Allein die Erwähnung des Wortes *Tapering* vonseiten des ehemaligen Fed-Chefs Ben Bernanke im Mai 2013 hat ja für deutliche Kursschwankungen an der Weltbörse in allen Anlageklassen gesorgt – einen demonstrativeren Beweis für die Bedeutung der Zentralbanken kann man kaum bekommen. Allerdings sollte man die Geschichte mit der Chaostheorie immer im Hinterkopf behalten. Die aktuelle Kommunikation der neuen Fed-Chefin Janet Yellen beziehungsweise ihre Interpretation der Märkte sprechen eine deutliche Sprache. Nach dem FOMC-Meeting der Fed im März interpretierte man Frau Yellens Aussagen derart, dass die US-Wirtschaft deutlich wächst, der Job-Markt absolut in Ordnung ist, man daher weiterhin die Anleihenkäufe zurückfahren wird und sogar bald (wobei manche meinten, bald sei in sechs Monaten) die ersten Zinserhöhungen ins Auge fassen kann. Die Interpretation ihrer Rede am 31. März in Chicago war eine gänzlich andere: Plötzlich stand nicht mehr nur die offensichtliche Entwicklung der Arbeitslosenquote (Grafik 3) im Vordergrund ihrer Erörterungen sondern auch die Tatsache, dass die Langzeitarbeitslosigkeit sich weiterhin in Rekordhöhen befindet (Grafik 4).

Für regelmäßige Leser des Online-Blogs *Zerohedge* war diese Erkenntnis nicht neu. Dort ist schon oft über die Gefahren der Interpretation der offiziellen Arbeitslosenstatistik elaboriert worden. Es scheint aber mittlerweile tatsächlich auch bei den Entscheidungsträgern der Zentralbanken angekommen zu sein, dass wir uns in gänzlich unbekanntem Gefilden der Geldpolitik befinden. Auch das ist ein weiteres Kennzeichen für die Komplexität der Märkte: denn selbst wenn die Zentralbanken die kompletten Informationen über den Zustand der Wirtschaft besäßen (was sie nicht tun), sind die Modelle, die die Geldpolitik der Zentralbanken mitbestimmen, eben nur *Modelle*, denen vereinfachende Annahmen zugrunde liegen. Die Gefahr für die Zentralbanken, Fehler zu begehen, wächst überproportional zu der Zeit, die wir in dieser *Terra Incognita* der Monetärpolitik verharren.

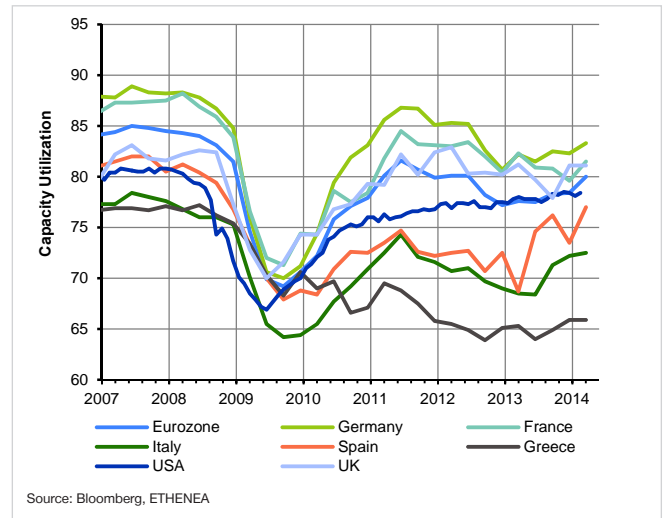
Die erste Reaktion der Kapitalmärkte auf die zweite Rede von Frau Yellen war, dass die Markterwartungen für die Zinserhöhungen weiter nach hinten bewegt wurden. In den darauffolgenden Tagen haben sie sich jedoch wieder auf den Zeitraum zurückgeschoben, der bereits nach dem letzten FOMC-Meeting angepeilt wurde: das erste Halbjahr 2015. Der Autor teilt diese Sicht nicht, nimmt sie jedoch bei seinen Investitionsentscheidungen zur Kenntnis.

Die Entwicklung der Wirtschaftsleistung eines Landes sollte grundsätzlich eine höhere Relevanz für die Geldpolitik haben als eine Variable wie die Arbeitslosenquote.



Grafik 5: Prozentuale Abweichung des BIPs verschiedener Staaten mit Basis Q1/2008

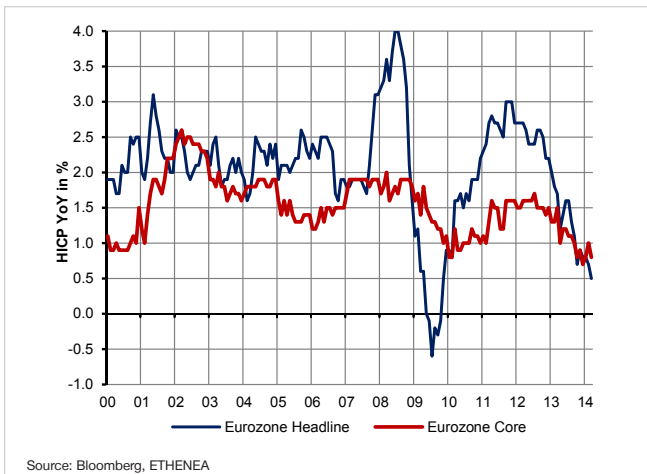
Grafik 5 verdeutlicht die sehr unterschiedliche Wachstumsdynamik in den verschiedenen Volkswirtschaften. Während die USA sich mittlerweile um 7% von dem als Basispunkt zu betrachtenden Q1/2008 entfernt haben, straucheln die Volkswirtschaften der Eurozone vor sich hin. Lediglich Deutschland hat es geschafft, sich mit fast 3% ins Plus vorzuarbeiten. Frankreich hat die letzten sechs Jahre lediglich das aufgeholt, was es in 2008 an Wirtschaftsleistung verloren hat. Die Entwicklung der Eurozone als Ganzes ist derzeit noch etwas über 2% im Minus. Hauptursache ist wohl die desaströse Bewegung der südlichen Länder wie Italien, Spanien und Portugal, in denen sich die Wirtschaftsleistung immer noch 8% unter dem Niveau von vor sechs Jahren befindet. Die Markterwartungen für die Zinserhöhungen der EZB, die für das Frühjahr 2016 angesetzt sind, beziehen sich dementsprechend auf einen späteren Zeitraum als im Fall der Fed. In diesem Zusammenhang ist der Autor weniger optimistisch und erinnert sich daran, dass diese Erwartungen eigentlich bewegliche variable Ziele und



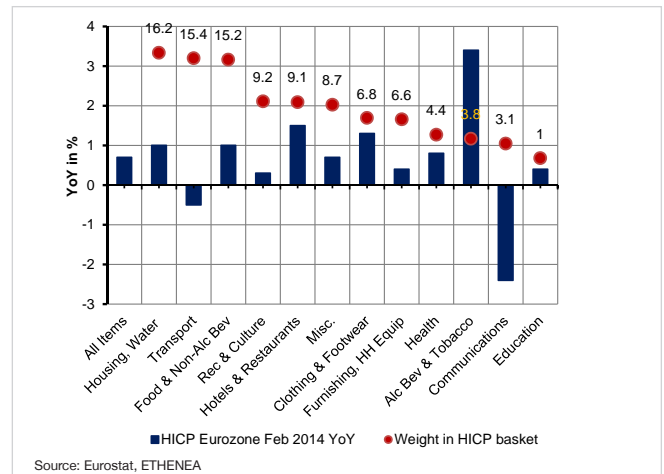
Grafik 6: Entwicklung der Kapazitätsauslastungen

damit keinesfalls deterministisch in Stein gemeißelt sind. Auch dies ist ein Ausdruck der Komplexität der Märkte. Ein kurzer Blick auf Grafik 6 genügt, um festzustellen, dass von Seiten der Produktionsmittel aktuell keine Engpässe und damit kein Preisdruck auftreten sollten. Die Kapazitätsauslastungen der Volkswirtschaften bewegen sich im neutralen Raum und machen offenbar keinerlei Anstalten, wieder auf Vorkrisenniveaus zurückzuklettern.

Der Inflationsdruck nimmt stetig ab (Grafik 7), sodass die EZB sich bereits gezwungen sieht, auf ihrer Pressekonferenz nach der ersten Sitzung im April darauf hinzuweisen, dass sie bei einer fortlaufend negativen Preisentwicklung auch eine unkonventionelle Geldpolitik in Betracht ziehen würde. Zinserhöhungen sind dementsprechend in weite Ferne gerückt. Die Zusammensetzung und die Entwicklung der einzelnen Inflationskomponenten (Grafik 8) zeigen ebenfalls, dass es keinen Grund zur Besorgnis in Bezug auf eine Inflation gibt. Lediglich zwei Preisausreißer sind zu beobachten, die jedoch



Grafik 7: Entwicklung der Inflation und Kerninflation in der Eurozone*



Grafik 8: Zusammensetzung und Entwicklung der einzelnen Inflationskomponenten*

das Gesamtbild nicht trüben. Die Gefahr der Deflation nimmt stattdessen kontinuierlich zu. Die verzweifelte Bemühung der japanischen Regierung, Inflation herbeizuführen, wird bei den Zentralbanken als Negativbeispiel dafür herangezogen werden, den Abwärtsdruck bei den Preisen zu ignorieren. Dies wird dazu führen, dass eher später als früher auf die Zinsbremse getreten wird. Insofern ist der Autor um einiges optimistischer als der Markt, was den Zeitraum für die Zinserhöhung diesseits und jenseits des Atlantiks angeht. Er glaubt, dass der Tag X noch weit in der Zukunft liegt.

Zusammenfassend lässt sich an dieser Stelle festhalten, dass in den nächsten Wochen nach wie vor positive Erträge mit sogenannten Risk-On-Investitionen zu erwarten sind. Die Renditeaufschläge der Peripherie gegenüber den Bundesanleihen werden sich weiterhin verringern. Die Renditen insgesamt werden wohl auch stabil bleiben. Die Aktienmärkte werden trotz der eher enttäuschenden Entwicklung des ersten Quartals Gelegenheiten bieten, positive Ergebnisbeiträge zu liefern.

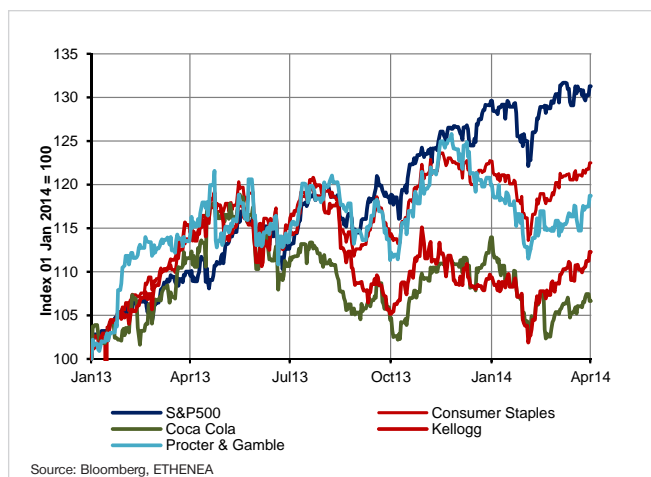
Da die Berichtsaison zum vierten Quartal 2013 vorbei ist und sich die Aktienmärkte mehr oder weniger volatil seitwärts bewegen, ist es an der Zeit, einen detaillierteren Blick auf die Geschehnisse am Markt zu werfen. Der Fokus liegt in diesem Monat auf Aktien der Hersteller des täglichen Bedarfs – den Consumer Staples-Aktien, wie sie auch genannt werden. Beispiele für diesen Sektor sind Kellogg, Coca Cola oder Procter & Gamble – Hersteller von Produkten, die wir

alle nutzen und größtenteils schätzen. Wie sieht es nun mit der Performance der letzten Monate aus? Kann man mit diesen defensiven Aktien im aktuellen Marktumfeld Geld verdienen? Grafik 9 zeigt die Performance des Consumer Staples-Sektors gegenüber dem S&P500 und einigen ausgewählten Aktien dieses Indizes. Warum sind diese Aktien, die Lieblingsaktien vieler privater und institutioneller Anleger, in den letzten zwölf Monaten nicht mit dem Markt nach oben gelaufen? Warum haben sie stattdessen diese massive Underperformance erzielt?

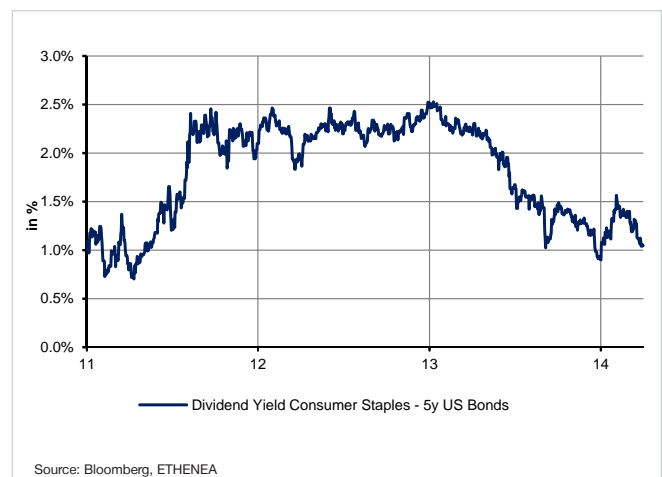
Aus Sicht des Autors liegen drei Gründe für das schlechte Abschneiden der Aktien vor:

1. Veränderungen im Zinsumfeld

Consumer Staples-Aktien werden von den Marktteilnehmern richtigerweise als Ersatz für ein Investment in eine Anleihe gesehen: Die Unternehmen erwirtschaften stabile Erträge, haben gesunde Bilanzen und schütten stabile Dividenden aus. Konsequenterweise haben sie, wie vergleichsweise viele Anleihen, vom Rückgang der langfristigen Zinsen profitiert. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis dieser Aktien hängt nun einmal direkt mit dem Zinsniveau zusammen. Der Autor ist zwar nicht der Meinung, dass die Zinsen drastisch steigen werden, einen weiteren Zinsrückgang hält er dennoch im Rahmen der momentanen wirtschaftlichen Erholung kaum für möglich. Damit ist ein Anstieg des KGVs zwar nicht ausgeschlossen, allerdings doch eher unwahrscheinlich.



Grafik 9: Vergleich ausgewählter Aktien mit dem S&P-Index



Grafik 10: Differenz der Dividendenrendite von Consumer Staples zu 5-jährigen US-Treasuries*

2. Begrenztes EPS-Wachstum

Widmen wir uns nun dem zweiten Treiber für die Aktienperformance: dem Anstieg der Gewinne. Dabei sollte man bedenken, dass der Absatz für Joghurt, Rasierschaum und Schokolade im Durchschnitt mit der Bevölkerung im jeweiligen Absatzgebiet wächst. Da neue Absatzgebiete in den Emerging Markets hinzukommen, gehen die Marktteilnehmer von einem Anstieg der Gewinne von 5,9% in 2014 aus, was dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre entspricht. Damit ist der Consumer Staples-Sektor einer der Sektoren mit der geringsten Gewinndynamik. Noch schlechter sieht es aus, wenn man auf das PEG-Ratio (Price-Earnings-to-Growth-Ratio) schaut. Es setzt das KGV ins Verhältnis zum geschätzten Gewinnwachstum des Unternehmens. Als grobe Daumenregel kann man sagen, dass das KGV die Wachstumsrate des Unternehmensgewinns nicht übersteigen und somit nicht dauerhaft größer als eins sein sollte. Schauen wir nun auf den Consumer Staples-Sektor: Bei einem KGV für 2014 von 17,6 und einem Wachstum der Gewinne von 5,9% in 2014 ergibt sich ein PEG-Ratio von rund 3, was deutlich über der Grenze von 1 liegt. Aus Sicht des Autors ist das wenig attraktiv.

3. Dividendenrenditen auf Tiefstständen

Ein Hauptargument für ein Investment in Consumer Staples-Aktien ist die Dividende, welche mit dem Zins einer Anleihe vergleichbar ist. Grafik 10 veranschaulicht den Abstand zwischen der Dividendenrendite und einer 5-jährigen US-Staatsanleihe als Vergleichsanlage – man könnte ja schließlich auch direkt in die Staatsanleihe investieren und die Volatilität der Aktienanlage meiden. Diese Grafik zeigt, dass der Renditeabstand mit ca. 100 Basispunkten zurzeit auf einem Dreijahrestief notiert. Das Risiko der Aktienanlage wird dem Investor lediglich durch diesen geringen Renditeaufschlag vergütet – eine Entwicklung, die nach Meinung des Autors nicht von Dauer sein kann. Entweder müssen die Dividenden deutlich steigen oder der Kurs muss sinken. Daher sollten Sie sich lieber an den Produkten dieser Firmen erfreuen und in Aktien mit einem besseren Kurspotential investieren.

Positionierung der Ethna Funds

Ethna-AKTIV E

Wegen der geopolitischen Unsicherheiten hat der Ethna-AKTIV E das Netto-Aktienexposure im April um knapp 11% auf 19% des Fonds reduziert. Die Anpassung erfolgte hauptsächlich über Futures-Kontrakte. Auf Sektorebene wurden Bank- und Versicherungsaktien weiterhin zurückgefahren und aufgelaufene Gewinne mitgenommen. Zugekauft haben wir im Minensektor. Kupfer und Eisenerz gerieten in 2014 aufgrund von Konjunkturängsten in Bezug auf China unter Druck, haben sich jedoch stabilisiert. Ebenfalls erhöht wurde das Exposure im Chemiebereich. Die wirtschaftliche Erholung in den USA geht weiter und aus Europa gibt es positive Zeichen. Fokus des Portfolios sind nach wie vor Banken- und Versicherungswerte, welche von einer Stabilisierung in Europa profitieren.

Auf der Bondseite entschloss sich das Portfolio Management, alle Positionen russischer Emittenten zu schließen, da vor der Wahl auf der Krim die Auswirkungen etwaiger Sanktionen nicht absehbar waren und dementsprechend in unseren Augen das Risiko-Ertrags-Verhältnis nicht mehr attraktiv war. Zudem wurden Gewinne bei BBB-Positionen realisiert und partiell gezielt kleinere Positionen im Non-Investment-Grade-Bereich eröffnet, da diese Papiere neben den niedrigen Zinsen insbesondere von einem Anziehen der wirtschaftlichen Entwicklung profitieren. Das durchschnittliche Rating blieb entsprechend unverändert zwischen BBB+ und A-.

Während der Netto-Cash-Bestand kurzfristig durch die Reduzierung des Aktienexposures auf knapp über 20% anstieg, beschloss unser Team des Weiteren, den Anteil an USD im Portfolio auf gegenwärtig knapp über 9% zu erhöhen. Da in Europa deutlich später mit einer Zinserhöhung zu rechnen ist und eher weitere quantitative Lockerungen im Raum stehen, stärkt dies im Gegenzug natürlich den USD.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Um dem volatilern Umfeld Rechnung zu tragen, hat der Ethna-GLOBAL Dynamisch das Netto-Aktienexposure von knapp 56% auf unter 49% gesenkt. Die Anpassung erfolgte hauptsächlich über Futures-Kontrakte. Auf Sektorebene haben wir im Minensektor zugekauft, nachdem der Verfall der Rohstoffpreise, hauptsächlich Kupfer und Eisenerz, gestoppt wurde und sich die Nachrichtenlage in China

betreffend der Erhältlichkeit von Krediten und Konkursen beruhigt hatte. Ebenfalls erhöht wurde das Exposure gegenüber Industriebetrieben in den USA. Diese Unternehmen profitieren von einem schwächeren Dollar und einem besseren wirtschaftlichen Umfeld nach dem strengen Winter 2013. Finanz- und zyklische Aktien bleiben ein wichtiger Teil des Portfolios.

Auf der Bondseite wurden im Vorfeld zur Wahl auf der Krim alle Bonds von russischen Emittenten verkauft, da die Auswirkungen möglicher Sanktionen im Vorfeld nicht zu evaluieren waren – wodurch entsprechend das potentielle Risiko-Ertrags-Verhältnis nicht mehr attraktiv war. Neben einer weiteren Reduzierung des niedrigen Emerging Markets-Exposures auf der Bondseite wurde ein kleiner Teil in Anleihen unterhalb des Investment-Grade-Ratings investiert, da dieser Sektor aufgrund des niedrigen Zinsniveaus und einer anziehenden Wirtschaft zusätzliches Potential verspricht. Zudem wurde der Anteil an Bonds bester Bonität (AAA) erhöht, um das Gesamtrisiko des Fonds und die Volatilität gering zu halten.

Ethna-GLOBAL Defensiv

Während nach der starken Performance spanischer Anleihen Gewinne in diesem Bereich realisiert wurden, wurde direkt ein Teil in portugiesische Staatsanleihen investiert, da diese insbesondere dank der anziehenden Wirtschaftsleistung weiterhin großes Aufholpotential besitzen und von einer sich fortsetzenden Konvergenz der europäischen Zinsen stärker profitieren werden. Die Duration des Fonds wurde auf knapp 5 erhöht, da alle Zinsfuture-Positionen geschlossen wurden. Nach der starken Bewegung in Folge der Reden von Janet Yellen, in Verbindung mit der geopolitischen Unsicherheit, wurden Gewinne realisiert, zudem wurde das Portfolio in die Lage versetzt, externe Schocks besser zu absorbieren. Während es auf der Währungsseite zu keinen großen Veränderungen kam, erhöhte sich der Anteil an liquiden Mitteln leicht, da der Bondbestand insgesamt leicht reduziert wurde, um Gewinne bei relativ teuren Positionen zu realisieren.

Das Aktienexposure wurde minimal auf 4,7% erhöht, um ebenfalls von einer Erholung und der anziehenden Wirtschaft zu profitieren. Zugekauft wurden mehrheitlich Technologiewerte in den USA. Diese Unternehmen werden vom kommenden Investitionszyklus profitieren.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	97.02	1.3772	1.21768	0.82565	141.96	1.48548	8.2455	1.52033	2.9425	8.5573
-1m	0.2%	-0.3%	0.2%	0.0%	0.7%	-0.4%	-4.0%	-0.3%	-3.2%	1.3%
ytd	-0.7%	-0.1%	-0.6%	-0.8%	-2.2%	-3.8%	-1.4%	3.7%	-0.8%	2.4%

Germany Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.159	0.629	1.566	141	76	286	93	140
-1m	3	-4	-6	-9	5	29	7	11
ytd	-5	-29	-36	-31	6	-0	6	11

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	115	117	-92	52	25	35	173	166	251	501	145
-1m	102	110	-104	57	30	23	186	189	323	533	148
ytd	110	109	-119	63	34	31	220	222	420	649	158

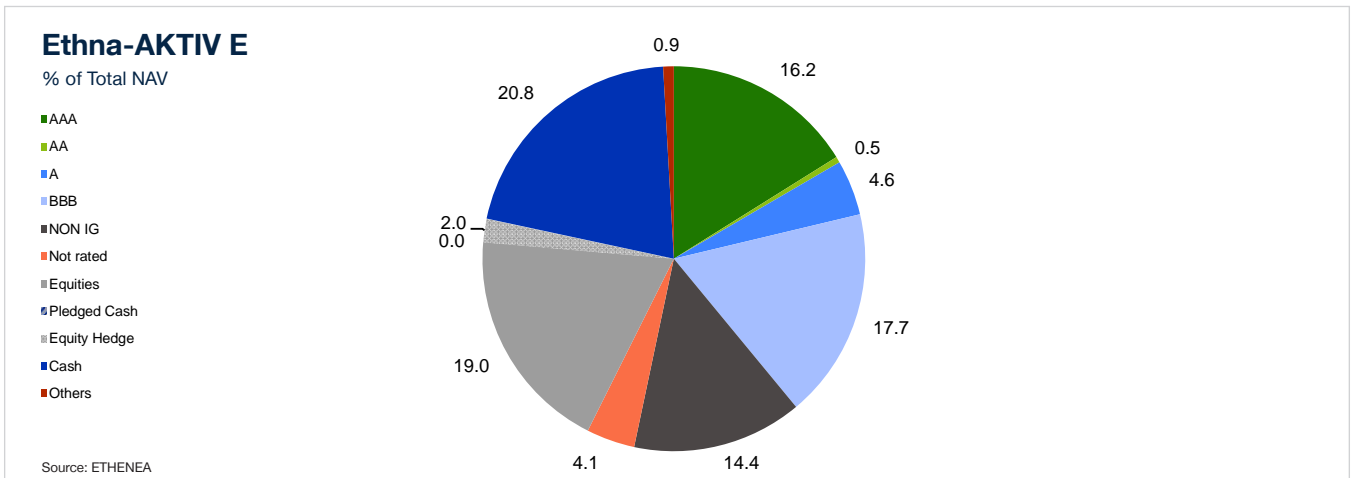
Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	9,555.91	16,457.66	3,161.6	4,391.5	6,598.37	14,827.83	2,033.306
-1m	-1.4%	0.8%	0.4%	-0.4%	-3.1%	-0.1%	-1.1%
ytd	0.0%	-0.7%	1.7%	2.2%	-2.2%	-9.0%	-3.9%
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	18.4	15.4	23.0	26.1	17.2	20.2	10.0
-1m	-0.7%	0.8%	0.1%	-0.4%	-2.6%	-0.1%	-0.1%
ytd	0.5%	-0.7%	1.4%	2.2%	4.2%	-9.1%	-2.6%

Grafik 11: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)*

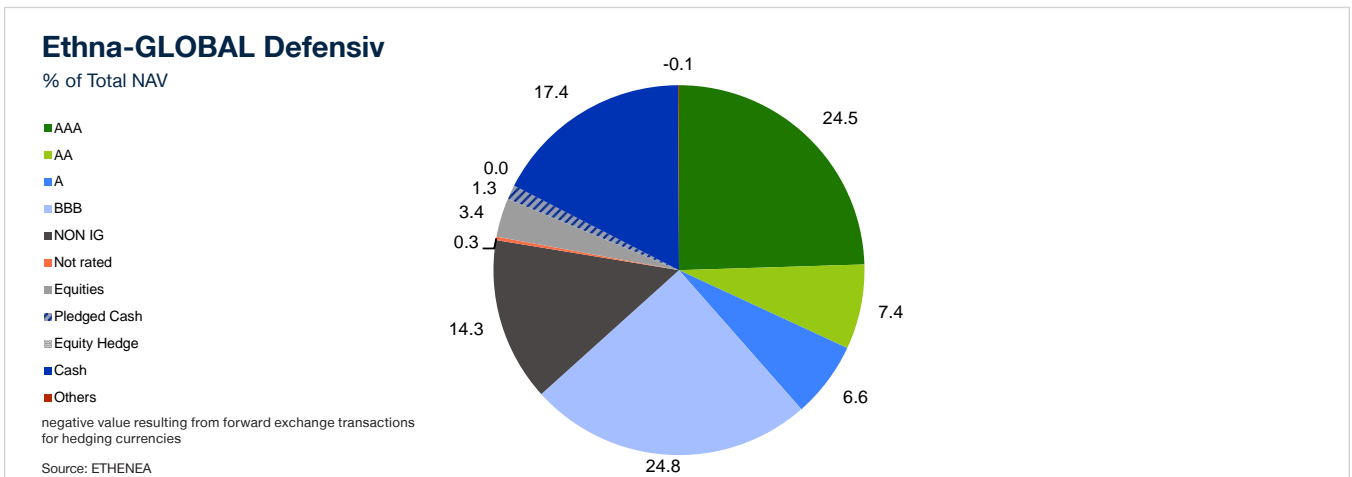
Weitere Detailinformationen finden Sie unter [diesem Link](#).

Date	Fund	Yield p. a.	Rating is between		Mod. duration	Current yield p. a.	Mod. duration -bonds only-
31.03.14	Ethna-AKTIV E	4.00%	BBB+	A-	4.71	4.51%	4.71
31.03.14	Ethna-GLOBAL Defensiv	3.37%	A-	A	5.04	3.75%	5.31
31.03.14	Ethna-GLOBAL Dynamisch	3.63%	A-	A	5.12	3.94%	5.12

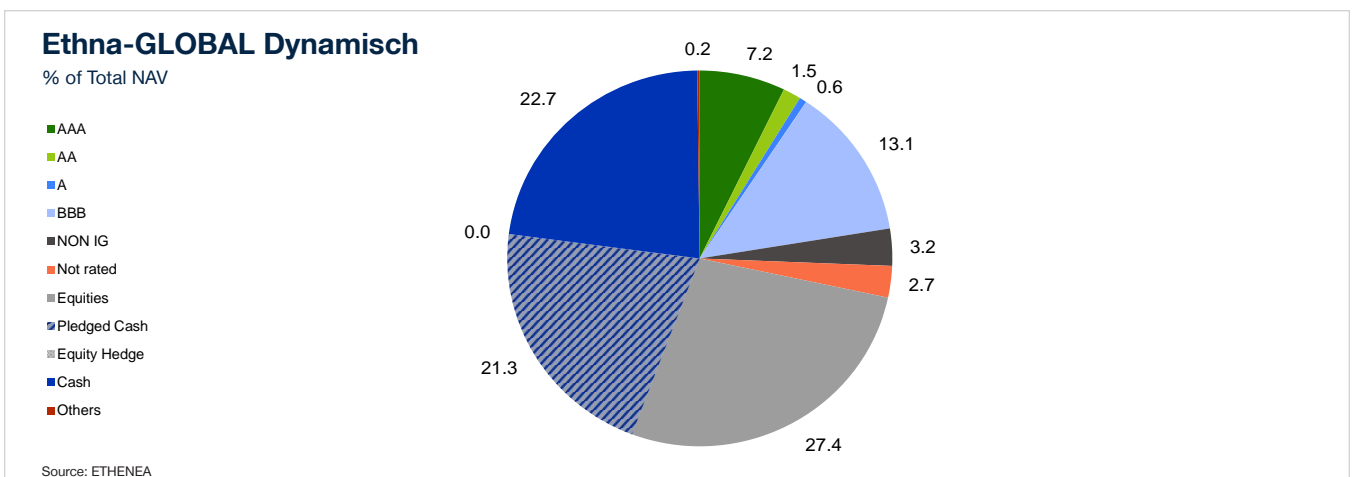
Grafik 14: Kennzahlen der Ethna Funds zum Monatsende*



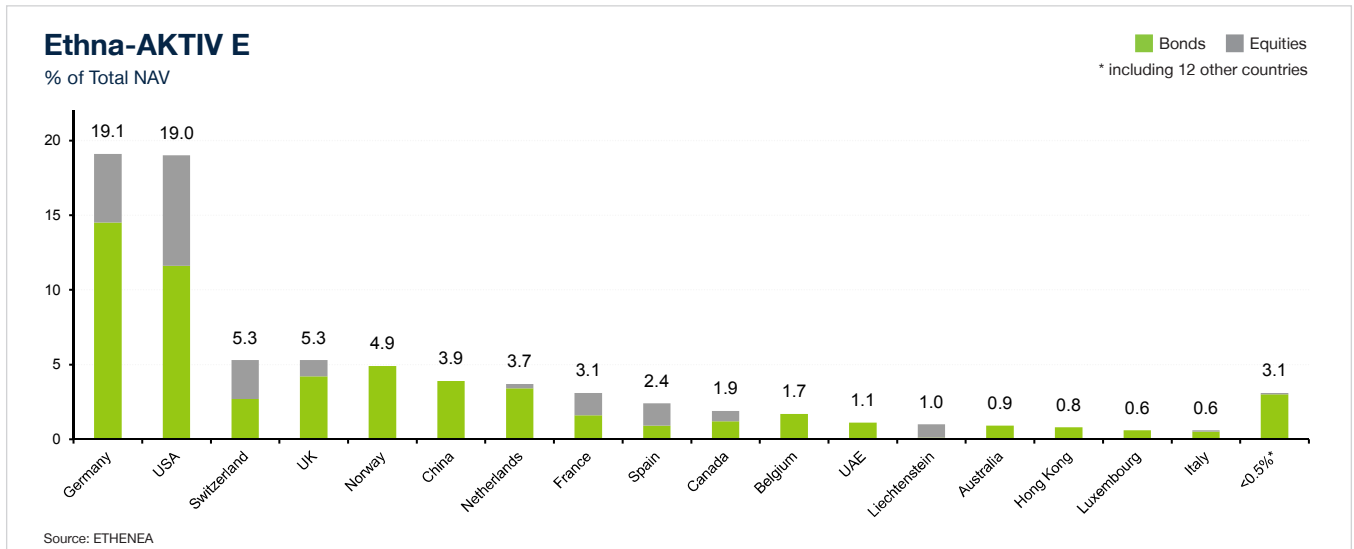
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating*



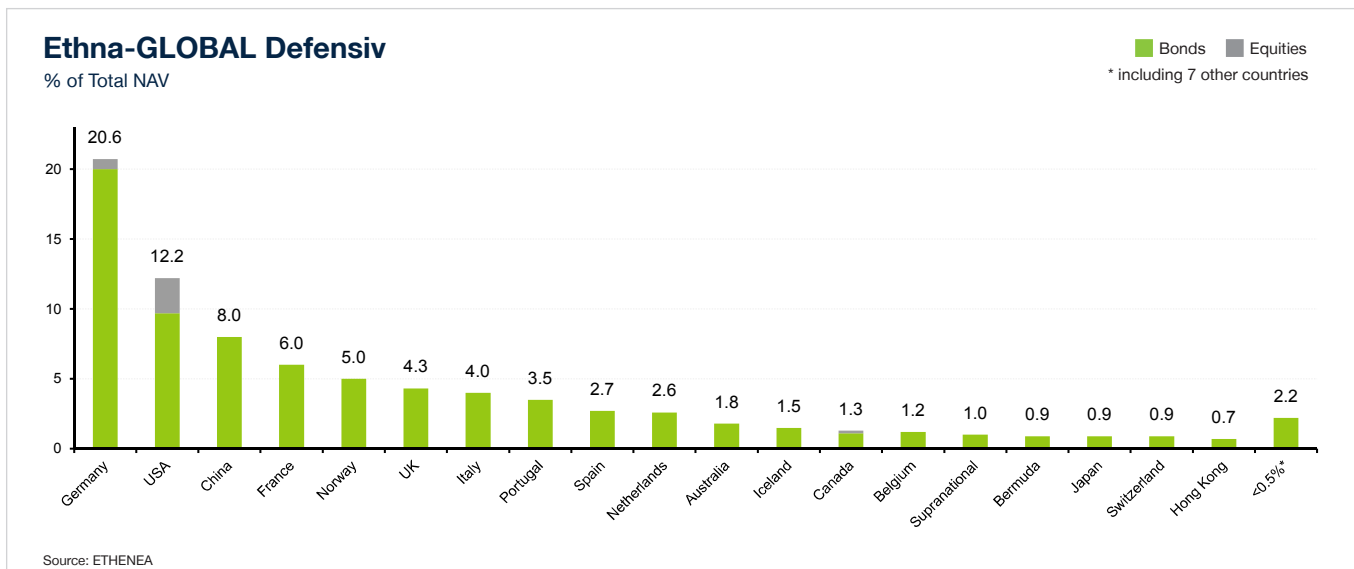
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating*



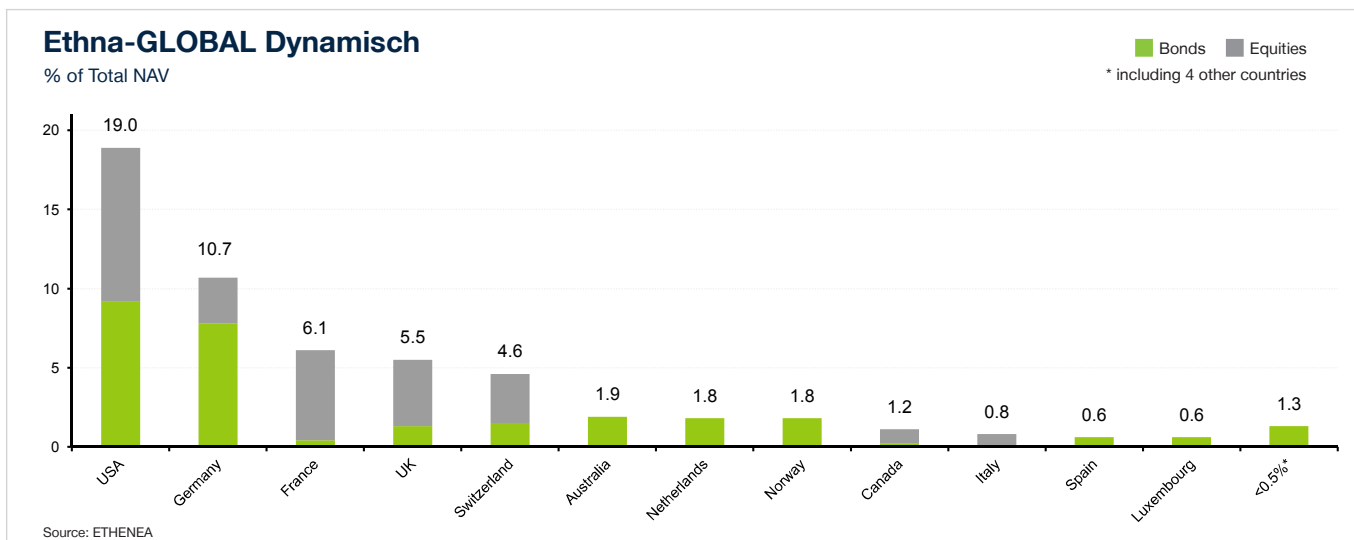
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating*



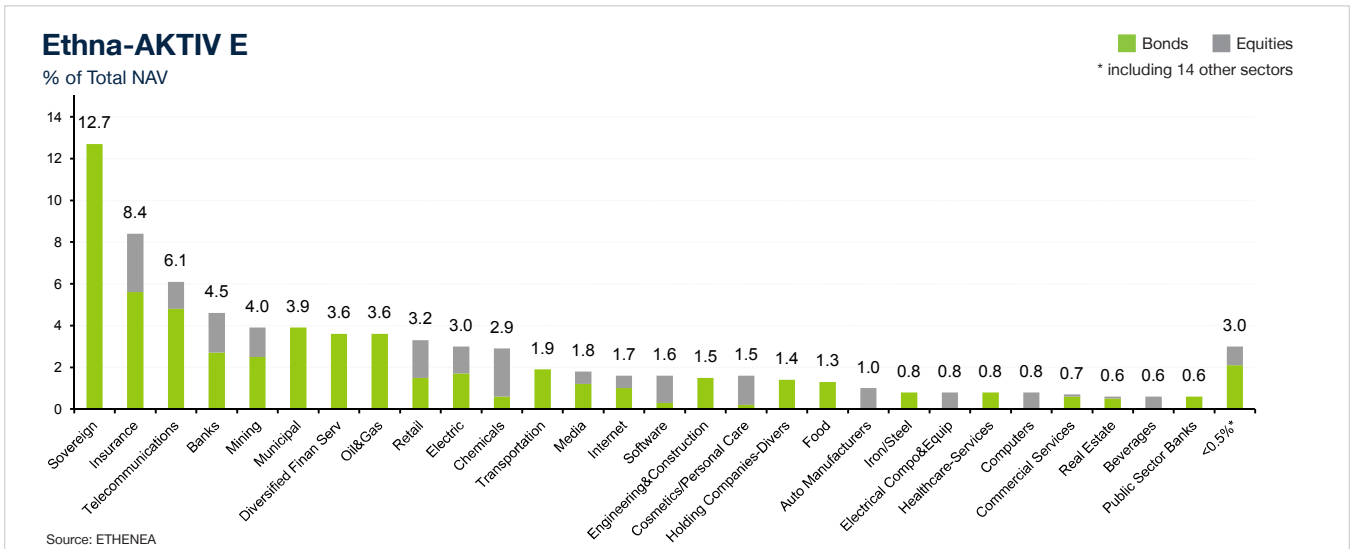
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft*



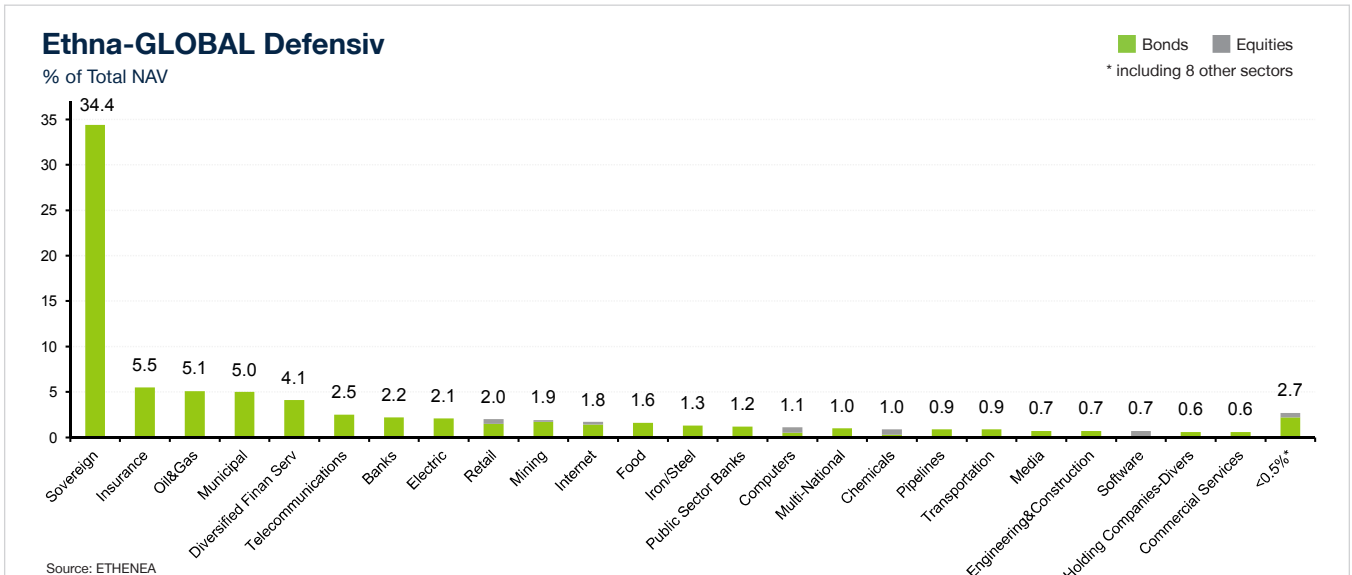
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft*



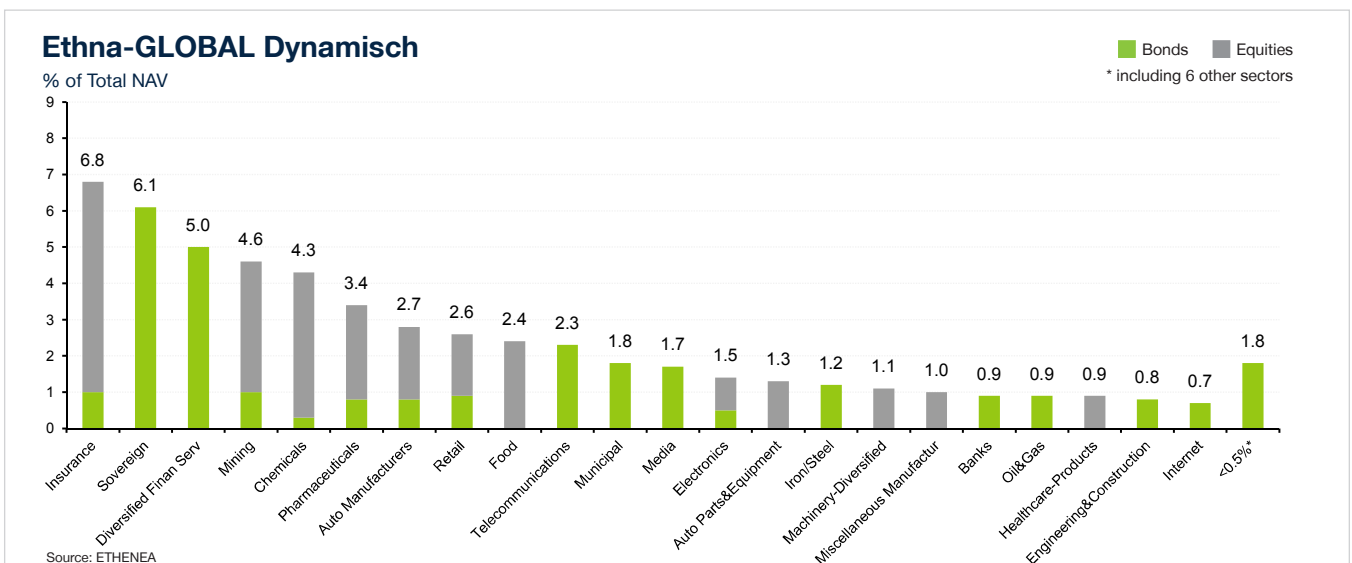
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft*



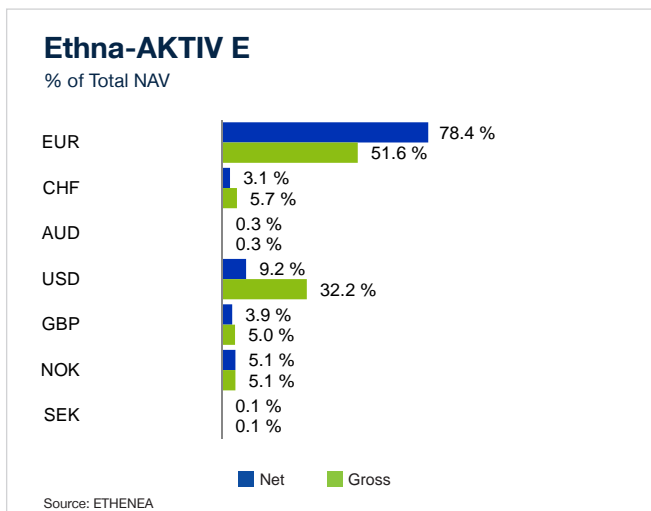
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Branche*



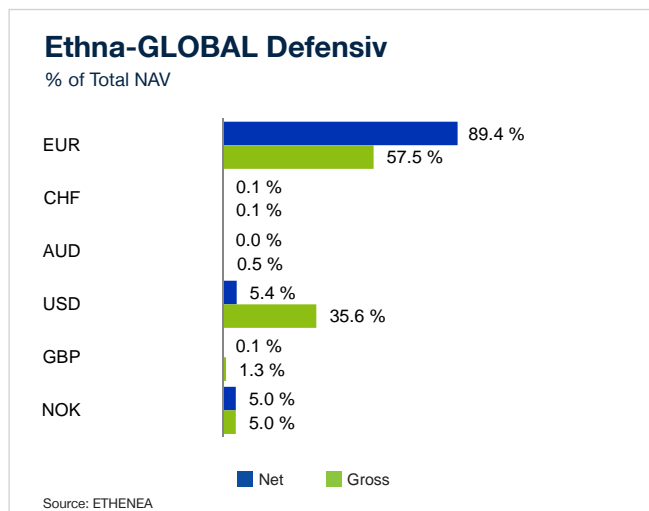
Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Branche*



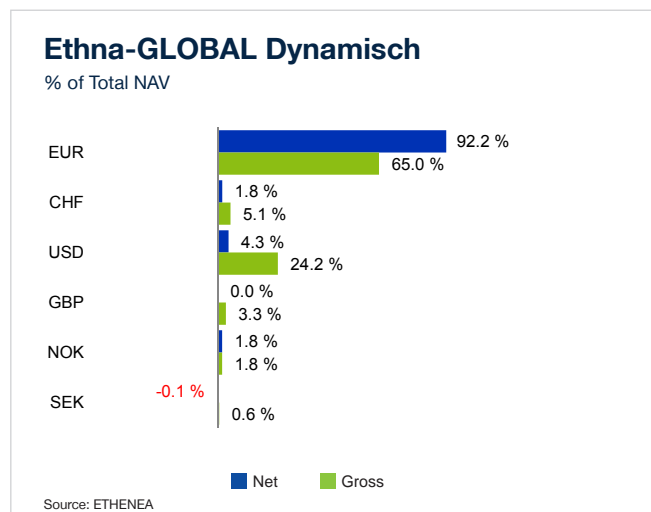
Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Branche*



Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen*



Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen*



Grafik 25: 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, 31.03.2014.