

# MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

## **Wenn das die Lösung ist, dann hätte ich gern mein Problem zurück**



© ashumskiy - Fotolia.com

**Die Zentralbanken suchen nach Möglichkeiten für eine nachhaltige Stabilisierung der Eurozone. Doch oftmals scheinen sie Lösungen zu liefern, ohne überhaupt das Problem verstanden zu haben.**

„Also, wenn das die Lösung ist, dann hätte ich gern mein Problem zurück.“ Dieser Satz löst beim Adressaten eher selten Begeisterung aus, geschweige denn er würde dazu beitragen, dessen Motivation zu steigern. Umso beeindruckender ist es, dass Zentralbanker auf beiden Seiten des Atlantiks im Jahr der Krise nach der Krise nach der Krise<sup>1</sup> weiterhin engagiert nach Lösungen suchen, die, banal gesagt, schlagartig alle Probleme lösen sollen – nur, um dabei regelmäßig durch eben zitierten Satz (de-)motiviert zu werden. Entsprechend ist ihr Handeln vergleichbar mit der heiklen Aufgabe eines Fußballnationaltrainers im kommenden Juni und Juli. So werden wieder zahlreiche *Experten* (auch wir freuen uns schon darauf, uns ebendiesem anzuschließen) die Entscheidungen von Jogi und Co. mehr oder weniger qualifiziert kommentieren, frei nach dem Motto „Ich hätte das ja ganz anders gemacht“.

Doch bevor es zu diesem Großereignis kommt, steht erst einmal am 5. Juni die nächste Sitzung des EZB-Rates an. Diese wird, zumindest an den Kapitalmärkten, mit genauso viel Spannung erwartet. Hoffentlich ruft ihr Ergebnis unter den Beobachtern jedoch nicht ähnliche Gedanken hervor wie mancherorts die Vorstellung des vorläufigen deutschen WM-Kaders („Das macht ja gar keinen Sinn“). Denn eine der Schwierigkeiten, auf welche man hin und wieder bei der Suche nach einer passenden Lösung stößt, ist die Entstehung des Eindrucks, dass das Problem an sich nicht erkannt bzw. verstanden wurde. Um nicht den Rahmen dieses Marktkommentars zu sprengen, verzichten wir darauf, Beispiele zu nennen und fassen stattdessen noch einmal die wichtigsten Probleme der Eurozone zusammen:

<sup>1</sup> Diese Reihe ließe sich nach Belieben fortsetzen.



1. Periphere Zinsen & der Euro

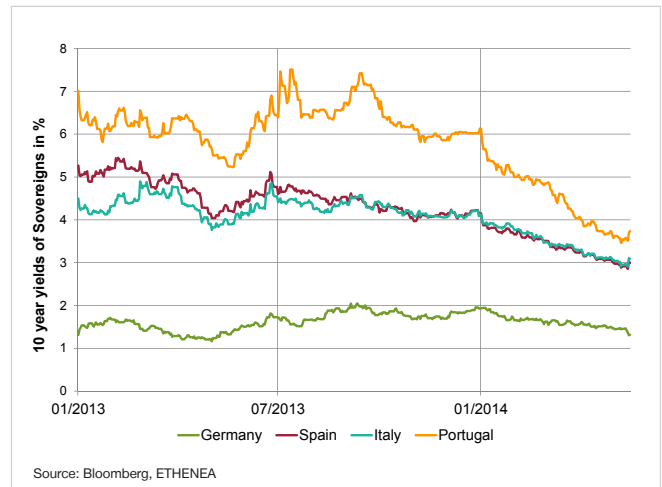
Einer der Knackpunkte der letzten Jahre waren unter anderem die hohen Zinsen, insbesondere von peripheren Staaten in der Eurozone, und dementsprechend war es zugleich die Möglichkeit der Staaten, sich am Kapitalmarkt zu refinanzieren. Betrachtet man Grafik 1, wird jedoch schnell deutlich, dass sich hier einiges getan hat. Trotz weiter steigender Staatsschulden haben sich über das letzte Jahr die Zinsen von Portugal mehr als halbiert. Sogenannte Krisenstaaten wie Italien und Spanien können sich aktuell zu derart günstigen Konditionen refinanzieren wie nie zuvor, auch nicht vor der Krise oder der Einführung des Euros. Daher ist dies kein Kernproblem der Eurozone. Das gilt ungeachtet des direkten Hinweises von Mario Draghi im Frage-und-Antwort-Teil der letzten Pressekonferenz, welcher darauf abzielte, dass die gute Situation keinen Anreiz für Politiker darstellen sollte, die eingeleiteten Reformprozesse abzubrechen, sondern diese vielmehr fortzusetzen.<sup>2</sup> Ähnlich dem Problem der zu hohen Zinsen verhält es sich mit dem Euro: War dessen Fortbestehen vor zwei Jahren angeblich noch stark gefährdet, so ist aktuell eher seine Stärke besorgniserregend. Zumal ein zu starker Euro das aufkommende Wachstum abwürgen könnte.

2. Wachstum & Arbeitslosigkeit

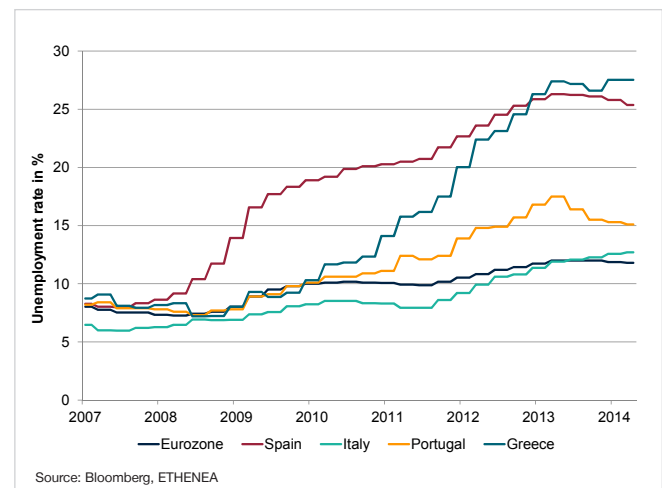
Betrachtet man die aktuelle Entwicklung des Wirtschaftswachstums und der Arbeitslosigkeit, könnte man auf den ersten Blick optimistisch sein. Während die Arbeitslosigkeit in Ländern wie Spanien und Portugal langsam sinkt, wächst sie in der Eurozone wieder (Grafik 2). So prognostiziert der Internationale Währungsfond (IWF) für alle Eurostaaten in 2014 ein positives Wachstum – wobei keine Regel ohne Ausnahme bleibt, die in diesem Fall Zypern heißt. Insgesamt wird für das Jahr 2014 ein Wachstum von 1,16% erwartet und für 2015 sind es sogar 1,46%. Es geht also schrittweise aufwärts. Widmet man sich allerdings Grafik 3, erkennt man, dass insbesondere die Wirtschaftsleistung der Krisenländer noch deutlich zurückliegt. So sind hier wohl noch fünf bis zehn Jahre nötig, um überhaupt wieder das Vorkrisenniveau zu erreichen. Damit einhergehend zeigt Grafik 2, dass trotz sinkender Arbeitslosigkeit auch diese Entwicklung noch Jahre andauern wird, bis sie ein nachhaltiges bzw. tragbares Niveau erreicht. Zwangsläufig ist bis zum Abschluss dieses Prozesses mit weiteren Spannungen in der Eurozone zu rechnen.

3. Kreditvergabe / Transmissionsmechanismus

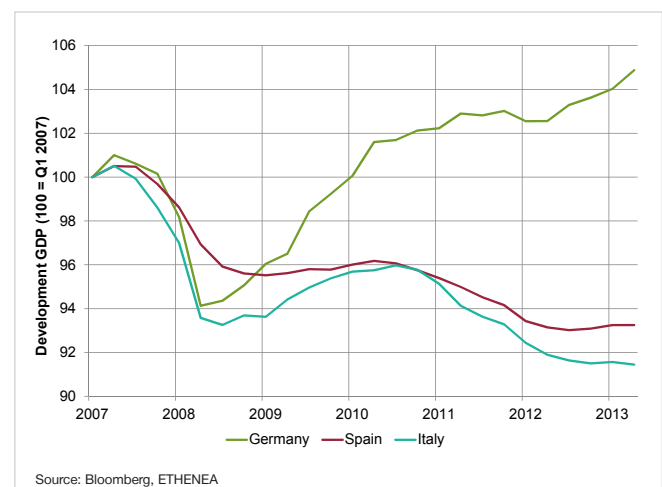
Einer der Gründe für das stockende Wachstum und die hohe Arbeitslosigkeit ist der immer noch gestörte *Transmissionsmechanismus*, insbesondere in den Krisenstaaten. Hinter diesem viel genannten Begriff, welcher in unseren Augen längst zum Unwort des Jahres hätte gewählt werden sollen, verbirgt sich, vereinfacht gesagt, der Umstand, dass Banken die günstigen



Grafik 1: Entwicklung der 10-jährigen Zinssätze verschiedener Staaten



Grafik 2: Entwicklung der Arbeitslosigkeit in Europa



Grafik 3: BIP-Entwicklung, normiert auf 100=Q1 2007

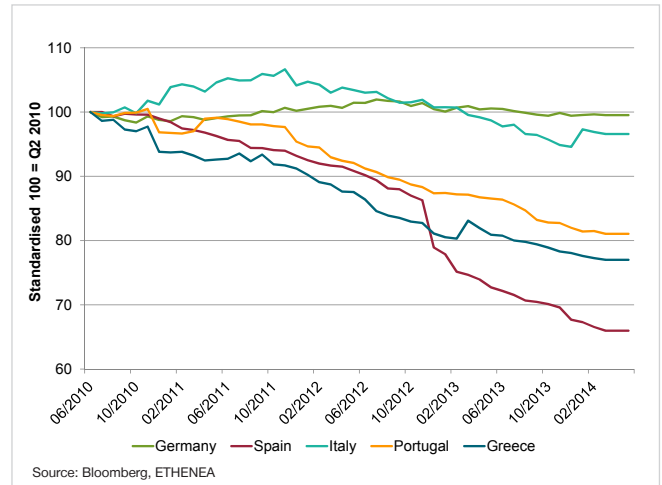
<sup>2</sup> Mit Blick auf die anstehenden **Wahltermine in Europa** kann man nur hoffen, dass dieser Aufruf von der Politik nicht pflichtbewusst überhört wird.

Konditionen, zu denen sie sich selbst Geld leihen (unter anderem bei der EZB) nicht über Kredite an ihre Kunden (Privatpersonen oder Unternehmen) weitergeben. Das Geld, das ins System fließt, bleibt quasi bei den Banken hängen, ohne die Realwirtschaft zu erreichen. Deutlich wird dies, wenn man sich die Entwicklung der ausstehenden Kreditvolumina von Banken an Nicht-Finanzunternehmen ansieht (Grafik 4). Es ist fast schon paradox, dass trotz historisch niedriger Zinsen vor allem kleine und mittlere Unternehmen aus den Krisenstaaten nicht in der Lage sind, Kredite aufzunehmen. Größere Unternehmen können zum Glück direkt an den Kapitalmarkt gehen und Anleihen begeben. Die Implikationen der sehr schwachen Bankkreditvergabe fielen sonst noch negativer aus.

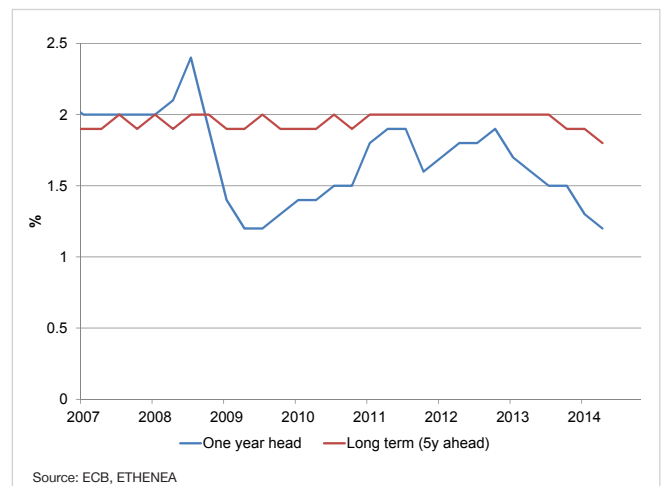
4. Inflation

Zusätzlich zu dem gestörten Transmissionsmechanismus, einem langsamen Wirtschaftswachstum sowie den hohen Arbeitslosenquoten kursiert derzeit die Angst vor Disinflation, vor deflationären Tendenzen oder gar einer echten Deflation in der Eurozone.<sup>3</sup> Nimmt man Japan als historisches Beispiel, wird schnell deutlich, warum man einen längeren Zeitraum mit Deflation auch durchaus fürchten sollte. Stark abstrahiert, kommt es zu einer Aufwertung der eigenen Währung gegenüber anderen, wodurch die Wettbewerbsfähigkeit abnimmt. Zugleich werden Investitionen zurückgefahren, wodurch das Wirtschaftswachstum zusätzlich gehemmt wird. Die Gefahr besteht demnach, dass der sehr milde Aufschwung in der Eurozone direkt wieder negiert wird. Grafik 5 zeigt die kurz- und langfristige Prognose der EZB zur Inflationsrate. Trotz eines zuletzt rückläufigen Ausblicks ist diese langfristig immer noch positiv, nahe dem Zielwert von 2%. Bestätigt sich die Prognose, so gäbe es an dieser Front wenig Grund zur Sorge. Verschlimmert sich jedoch das Bild, müssten zeitnah Anreize geschaffen werden, da sonst die Gefahr einer *Japanifikation* besteht.

Die Frage, die letztendlich bleibt, lautet: Welche geldpolitischen Maßnahmen, inklusive oder exklusive Quantitative Easing (mehr dazu später), kann die EZB im Rahmen ihres Mandats ergreifen, um die aktuellen Probleme der Eurozone zu bekämpfen bzw. zu lösen?<sup>4</sup> Und, noch viel wichtiger: *Können* diese überhaupt das Problem lösen?



Grafik 4: Entwicklung des Volumens ausstehender Kredite von Banken an Nicht-Finanzunternehmen, normiert auf 100=Q2 2010



Grafik 5: EZB-Inflations-Prognose

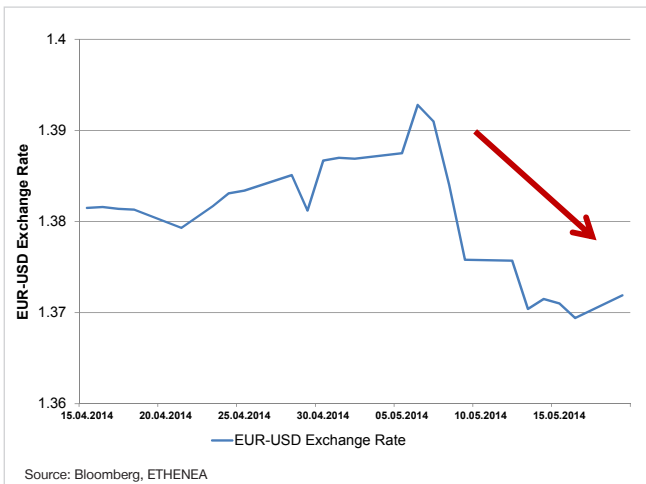
<sup>3</sup> Wobei man sich fragen sollte: Hatten nicht vor kurzem noch alle Panik vor einer Inflation?

<sup>4</sup> Oder, wie der eine oder andere Zyniker sicher sagen würde, sie weiterhin zu unterdrücken.

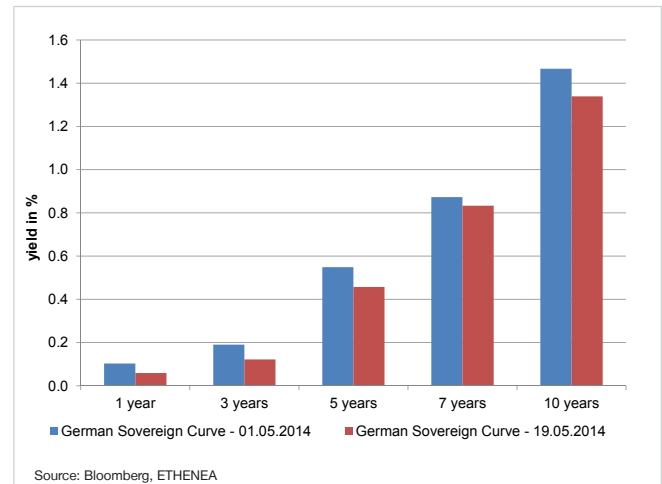
**Szenario 1: Abwarten**

Während innerhalb der EZB Einstimmigkeit dahingehend herrscht, alle verfügbaren Optionen auszuloten – (insbesondere wenn man Bundesbank-Präsident Weidmann Gehör schenkt), ist man sich uneinig darüber, ob die Umsetzung einzelner Instrumente aktuell wirklich notwendig ist. Schnellschüsse können ungewollte negative Effekte nach sich ziehen. Entsprechend hat die EZB theoretisch die Möglichkeit, erst einmal nichts zu unternehmen und weiter abzuwarten. Auch wenn dies grundsätzlich eine durchaus sinnvolle Lösung ist, glauben wir, dass in diesem Fall die vermeintliche Lösung die Probleme eher vergrößern würde. Wir halten dieses Szenario daher für ebenso wahrscheinlich wie den Umstand, dass Mario Gomez Torschützenkönig der kommenden WM wird.<sup>5</sup> Durch die

starke Rhetorik der letzten Pressekonferenz hat Draghi die Märkte auf mindestens eine Zinssenkung eingestellt. Folglich wurde vom Markt die Entwicklung auf der Renten- und Währungsseite (Grafiken 6 und 7) teilweise vorweggenommen. Entscheidet sich die EZB jetzt wider Erwarten dazu, nichts zu unternehmen, würden nicht nur die Zinsen schlagartig steigen. Der Euro würde gegenüber dem US-Dollar schlagartig aufwerten. Dies würde den Deflationsdruck erhöhen, mit negativen Folgen für den Wachstumsausblick. Zudem würde die Glaubwürdigkeit, das wichtigste Gut einer Zentralbank, stark beschädigt. Unternimmt die EZB nichts, ist die Sinnhaftigkeit der Handlung fragwürdig.



Grafik 6: Entwicklung des Euros seit der letzten EZB-Sitzung



Grafik 7: Entwicklung der deutschen Zinsen seit der letzten EZB-Sitzung

**Szenario 2: Zinssenkung**

„The Governing Council is unanimous in its commitment to using also unconventional instruments (...) meaning that we haven't finished with our conventional measures“,<sup>6</sup> ließ Mario Draghi in einer Pressekonferenz im April verlauten. Auch aus unserer Sicht (und wie außerdem in Szenario 1 erläutert) ist die Wahrscheinlichkeit für eine Zinssenkung der EZB im Juni als quasi gegeben anzusehen. So könnte der Leitzins, also die Rate, zu welcher sich Banken Geld von der EZB leihen können, von aktuell 0,25% um 10 oder 15 Basispunkte reduziert werden. Zusätzlich könnte der Zinssatz, zu welchem Banken aktuell überschüssiges Geld bei der EZB hinterlegen können, der sogenannte Einlagezinssatz, von derzeit 0% gesenkt und somit negativ werden. Die Folgen wären ein

schwächerer Euro und niedrigere Zinskurven für die Euro-Staaten – Wertentwicklungen, die allerdings größtenteils schon eingepreist sind. Dennoch halten wir diese Lösung, wenn auch nur vorübergehend, für sinnvoll – denn die Schwächung der Währung unterstützt nicht nur die Inflation. Des Weiteren würde insbesondere ein negativer Einlagezinssatz Banken dazu motivieren, Kredite zu vergeben, anstatt das Geld bei der EZB zu parken. Psychologisch gesehen, würde diese Entscheidung zudem zeigen, dass die EZB bereit ist, zu handeln und entsprechend ihre Glaubwürdigkeit zu stärken. Entscheidet sich die EZB überraschenderweise gegen eine Zinssenkung, dürften die Folgen ähnlich denen von zu viel Alkohol am Vorabend sein. Mit dem Unterschied, dass der Kater leider länger anhält.

<sup>5</sup> Was sicherlich auch dem Umstand geschuldet ist, dass dieser sich erst gar nicht im Kader der deutschen Nationalmannschaft befindet.

<sup>6</sup> Mario Draghi am 3. April 2014, frei übersetzt: „Der EZB-Rat ist sich einig in seiner Verpflichtung zur Verwendung auch unkonventioneller Instrumente (...) was bedeutet, dass wir mit unseren konventionellen Maßnahmen noch nicht fertig sind.“  
(Quelle: <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconfi/2014/html/is140403.en.html>)

**Szenario 3: Kauf von Staatsanleihen**

Kaum wurde der Begriff Quantitative Easing (QE) in den Raum gestellt, kam dank perfekter Konditionierung direkt die Assoziation mit *Staatsanleihekäufen* auf. Wenn die Fed sowie die BoE und die BoJ das tun, „dann kann das schließlich nur gut sein“. In Grafik 8 sind zwei Schlüssel aufgezeigt, wie die EZB Staatsanleihen kaufen könnte, ohne gegen die Vorgaben ihres Mandats zu verstoßen. Einmal in Relation zum BIP der Mitgliedsstaaten, einmal in Relation zum beigesteuerten Eigenkapital der EZB. Fakt ist: Über ein Viertel des Geldes müsste in deutsche Bundesanleihen investiert werden. Während die deutsche Kanzlerin sich sicher insgeheim darüber freuen würde, wären ein paar andere Staatschefs wohl eher weniger begeistert von dieser Aufteilung. Auch ist die Sinnhaftigkeit eines solchen QE-Programms vor dem Hintergrund der Entwicklung der peripheren Zinsen (wir erinnern uns an Grafik 1) durchaus in Frage zu stellen. Die Chance, dass sich die EZB letztlich zu diesem Schritt entscheidet, ist unserer Meinung nach deshalb nur dann gegeben, wenn Trichet anstatt Draghi am 5. Juni das Podium der EZB-Presskonferenz betritt.<sup>7</sup> Die Konsequenzen wären neben einem schwächeren Euro und niedrigen Euro-Zinsen sicherlich kurzfristig steigende Aktienmärkte. Zusätzlich gäbe es jedoch viele Marktbeobachter, welche darauf verwundert mit einem ständig wiederkehrenden „Warum?“ oder auch mit einem einfachen „Häää?“ reagieren würden.

**Szenario 4: ABS-Käufe**

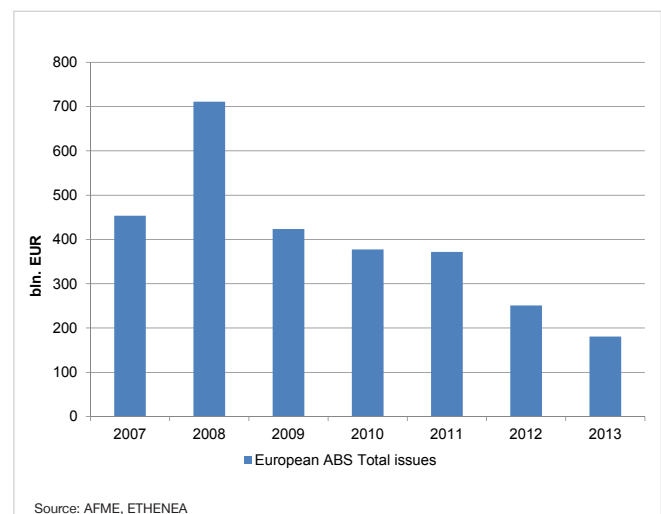
Eine Alternative der QE-Umsetzung wäre die Möglichkeit, dass die EZB anstelle von Staatsanleihen Asset-Backed Securities (ABS) am Sekundärmarkt aufkauft. ABS sind, kurz gesagt, Wertpapiere, die mit Forderungen besichert sind. Die Idee dahinter ist so simpel wie genial: Banken müssen, wenn sie Kredite (Forderungen) vergeben, diese teilweise entspre-

chend deren Risiko mit Eigenkapital hinterlegen. Können sie nun die Forderungen in ABS verpacken und am Kapitalmarkt verkaufen, wird das hinterlegte Eigenkapital wieder frei. Das schafft Spielraum für neue Kredite. Kaufte die EZB nun ABS am Sekundärmarkt auf, wäre dies für Banken ein Anreiz dazu, vermehrt Kredite zu vergeben, da diese nicht zwangsläufig die Bilanz belasten. Entsprechend sollte ein solcher Schritt dabei helfen, die Funktionalität des Transmissionsmechanismus, wenn schon nicht wiederherzustellen, so doch wenigstens zu unterstützen – und somit eines der größten Probleme der Eurozone (Peripherie) anzugehen. Grundsätzlich wäre das eine sinnvolle Lösung, gäbe es da nicht einen Haken: Laut AFME betrug Ende 2013 das Volumen ausstehender europäischer ABS insgesamt 203 Milliarden EUR. Ein Blick auf die Emissionsvolumina europäischer ABS seit 2007 (Grafik 9) zeigt zudem, dass es seit Ausbruch der Krise in Europa keinen funktionierenden, liquiden ABS-Markt mehr gibt. Würde die EZB ähnlich dem amerikanischen QE-3 Käufe in Höhe von ca. 60 Milliarden EUR pro Monat tätigen,<sup>8</sup> wäre der Markt nach dreieinhalb Monaten leergekauft. Von daher müsste erst ein liquider ABS-Markt geschaffen werden, bevor die EZB hier intervenieren könnte – was einfach zu viel Zeit kostet. Ausschließen wollen wir diesen Schritt dennoch nicht, auch wenn wir die Wahrscheinlichkeit aufgrund des reinen Symbolcharakters aktuell bei unter 5% sehen. Selbst *kleine* monatliche Ankäufe, etwa in Höhe von fünf Milliarden EUR, könnten den ABS-Markt langsam wiederbeleben. Zwar würden insbesondere Banken davon profitieren, insgesamt würden sich jedoch zugleich die Wachstumsaussichten der Peripherie signifikant verbessern. Ferner sollte der Euro leicht abwerten und die Inflation sich analog ihrem Zielwert annähern. Sinnvoll wäre ein derartiger Ansatz also schon, aufgrund eines fehlenden Marktes wäre er allerdings leider zu langfristig, um derzeit eine wirkliche Lösung darzustellen.

Country	relative to GDP	ECB Capital Subscription
Germany	28.59%	25.82%
France	21.36%	20.34%
Italy	16.08%	17.66%
Spain	10.52%	12.68%
Netherlands	6.25%	5.74%
Belgium	3.97%	3.56%
Austria	3.24%	2.82%
Greece	2.29%	2.92%
Finland	2.00%	1.80%
Ireland	1.72%	1.67%
Portugal	1.72%	2.50%
Slovakia	0.75%	1.11%
Luxembourg	0.48%	0.29%
Slovenia	0.37%	0.50%
Latvia	0.24%	0.00%
Estonia	0.19%	0.28%
Cyprus	0.17%	0.22%
Malta	0.07%	0.09%

Source: Bloomberg, ECB, ETHENEA

Grafik 8: Schlüssel, nach denen die EZB Staatsanleihen kaufen könnte



Source: AFME, ETHENEA

Grafik 9: Entwicklung europäischer ABS-Emissionen

<sup>7</sup> Also quasi 0% (hoffentlich).

<sup>8</sup> 60 ~ 85/EUR-USD-Wechselkurs

#### Szenario 5: LTRO mit fixem Verwendungszweck

Eine weitere Möglichkeit wäre es, Banken in Form eines *längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts* (Long-Term Refinancing Operation, LTRO) langfristig günstiges Kapital zur Verfügung zu stellen. 2012 sollte diese Wunderwaffe bereits zweimal den Transmissionsmechanismus beleben und Investoren ihre Unsicherheit nehmen. Während Letzteres in einem schwierigen Marktumfeld auch geschafft wurde, ist Ersteres nicht gelungen – mit der Folge, dass bereits über 98% des ursprünglich auf drei Jahre ausgelegten ersten LTROs vorzeitig zurückgezahlt wurden. Begibt die EZB ein weiteres LTRO, sollte dieses unserer Einschätzung nach zwei Voraussetzungen erfüllen: Erstens muss der Einlagezins bei der EZB negativ sein. Sonst besteht die Gefahr, analog zu den ersten LTROs, dass die Banken sich bei der EZB Geld leihen, nur um es sofort wieder bei ihr zu parken. Zweitens sollte dieser Einlagezins nur mit einem fixen Verwendungszweck begeben werden, z. B. x%-Kreditvergabe an kleine und mittelständige Unternehmen – eben solche, welche sich nicht direkt am Kapitalmarkt refinanzieren können und entsprechend am meisten unter dem gestörten Transmissionsmechanismus leiden. Gleichzeitig müsste gewährleistet sein, dass diese Kredite die Bilanzen vor dem anstehenden Stresstest nicht zu stark belasten.<sup>9</sup> Entsprechend hängt die Sinnhaftigkeit eines LTROs von dessen Ausgestaltung ab. Sofern es also an keine Bedingung geknüpft wäre, kann man es unserer Einschätzung nach getrost weglassen. Berücksichtigt man jedoch die oben genannten Punkte, ist die Umsetzung auch höchstwahrscheinlich zu komplex und aufgrund des EZB-Mandats nicht tragbar. Schade eigentlich.

#### Szenario 6: Bad Bank oder direktes Credit Easing

Eine weitere Alternative wäre direktes Credit Easing. In diesem Fall würde die EZB selbst oder in Form einer zuvor noch schnell gegründeten European Bad Bank Kredite direkt von den Bilanzen der Banken kaufen. Der Mechanismus wäre damit analog zu dem in Szenario 4 beschriebenen, mit dem feinen Unterschied, dass kein funktionierender ABS-Markt nötig ist. Infolgedessen würde der Transmissionsmechanismus wiederbelebt, wovon wiederum Aktien allgemein und insbesondere Banktitel profitieren könnten. Die Peripherie-Zinsen würden ihren Konvergenztrend fortsetzen und High-Yield-Anleihen

aufgrund von zusammenlaufenden Credit Spreads von diesem Umfeld profitieren. Das Wichtigste aber: Das Wachstum in der Peripherie würde unterstützt und die Inflation langsam steigen, während der Euro leicht abschwächen würde. Quasi die perfekte Lösung ohne Hindernisse, bestünde da nicht die Gefahr, dass Deutschland entsprechend dem Widerstand zur sogenannten Schuldenunion diese europäische Bad Bank nicht mittragen würde. Oder, um es noch deutlicher zu formulieren: Obgleich es sicherlich die beste Lösung für Europa wäre, ist diese aufgrund des Widerstands einzelner nationaler Interessen nur sehr schwer realisierbar. Insbesondere, solange wir nicht tatsächlich eine Deflation in der Eurozone sehen. Aber man darf ja noch träumen.

Resümierend erwarten wir aktuell nur eine bereits eingepreiste Senkung des Leitzinses und gegebenenfalls des Einlagezinseszinses, selbst wenn das österreichische EZB-Ratsmitglied Nowotny und EZB-Chefvolkswirt Praet bereits andeuteten, dass mehr als eine Maßnahme ergriffen werden könnte. Alles andere wäre – unabhängig davon, ob letztlich sinnvoll oder eine reine Beschäftigungstherapie für die Märkte – eine positive Überraschung (wobei wir eine sinnvolle problemorientierte Lösung bevorzugen würden). Der aktuell zu starke Euro würde geschwächt und die Inflation sollte, wenn auch vielleicht nur kurzfristig, anziehen. Der Zeitpunkt für eine solche Überraschung wäre auf jeden Fall so günstig wie selten: Mit den soeben abgehaltenen Europawahlen dürfte der Widerstand einiger Länder gegenüber unbeliebten Maßnahmen deutlich niedriger ausfallen als sonst (schon seltsam, dass solche Entscheidungen nie kurz vor einer Wahl getroffen werden). Darüber hinaus würde die Kritik nach gerade mal einer Woche wieder abklingen, wenn alle Welt nur noch auf Brasilien blickt, um dort die Entscheidungen des eigenen Nationaltrainers konstruktiv<sup>10</sup> in Frage zu stellen. Erst am 13. Juli, nach Abpfiff des Finales, sollte wirklich jedem deutlich werden, dass die Worte „mission accomplished“<sup>11</sup> noch nicht verkündet werden können, ob es nun ein europäisches QE gab oder nicht. Die Probleme der Eurozone sind zu komplex, um sie einfach wegzuzaubern. Vielmehr braucht es einen weiteren Zwischenschritt in einem langwierigen Prozess in Richtung *Normalität* – was immer das genau sein mag.

<sup>9</sup> Hierfür sollte man sich Ende Oktober im Kalender eintragen.

<sup>10</sup> Oder aber: willkürlich.

<sup>11</sup> In Anspielung auf die *Mission Accomplished Speech* von 2003 des damaligen US-Präsidenten George W. Bush, gehalten auf einem Flugzeugträger.

## Positionierung der Ethna Funds

### Ethna-GLOBAL Defensiv

Der Ethna-GLOBAL Defensiv hat das Exposure in italienischen und spanischen Staatsanleihen aufgrund der starken Performance dieser Anleihen geschlossen und erhebliche Kursgewinne realisiert. Die gewonnene Liquidität sowie ein Teil des aktuellen Liquiditätspolsters wurden in Staatsanleihen aus Deutschland und den USA investiert, um auch hier von den fallenden langfristigen Zinsen zu profitieren. Dadurch stieg einerseits das durchschnittliche Rating in den Bereich A+ bis AA-, andererseits wurde die Anleihenquote auf rund 80% erhöht. Die Liquidität des Ethna-GLOBAL Defensiv fiel folglich auf 13,1% des Gesamtportfolios.

Der Ethna-GLOBAL Defensiv hat sein Netto-Aktien-Exposure ausgebaut und kommt aktuell auf eine Quote von 7%. Zukäufe gab es vor allem bei Aktien aus dem Bankensektor.

### Ethna-AKTIV E

Vor dem Hintergrund des weiterhin sehr niedrigen Zinsniveaus sowie in Antizipation möglicher geldpolitischer Maßnahmen der EZB hat auch der Ethna-AKTIV E das Netto-Aktien-Exposure deutlich von 27% im Vormonat auf 34% erhöht. Auf Sektor-Ebene wurden vor allem europäische Bankaktien dazugekauft, die aus unserer Sicht überdurchschnittlich von möglichen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank profitieren sollten. Weiterhin wurden dem Portfolio Aktien aus dem Öl- und dem Telekommunikations-Bereich hinzugefügt. Neben Bank- und Versicherungsaktien nehmen defensive Sektoren wie der Pharma- und der Telekommunikations-Sektor einen Schwerpunkt im Portfolio ein.

Die Anleihenquote im Ethna-AKTIV E stieg leicht auf 59,7% an. Investiert wurde vor allem in langlaufende Staatsanleihen der USA und Deutschlands, um von den kontinuierlich fallen-

den langfristigen Zinsen zu profitieren. Dadurch verbesserte sich das durchschnittliche Rating des Ethna-AKTIV E in den Bereich A- bis A und befindet sich so im noch besseren Investmentgrade-Bereich.

Das Portfolio Management hält weiterhin an seinem Netto-Exposure von 13,5% in USD fest. Wir erwarten, dass die USA an ihrem Zeitplan für das *Tapering* festhalten und dass die Erwartungen bezüglich einer Quantitativen Lockerung der EZB zur Bekämpfung der Deflationsgefahr den USD gegenüber dem EUR stärken sollten.

### Ethna-GLOBAL Dynamisch

Der Ethna-GLOBAL Dynamisch hat das Netto-Aktien-Exposure von 52% im Vormonat kurzfristig auf 45% reduziert. Aufgrund der starken Outperformance der amerikanischen Technologiebörse NASDAQ wurden vor allem in diesem Bereich Aktien verkauft und Gewinne realisiert. Auf Sektor-Ebene kam es zu einer Veränderung bei den Finanztiteln. Aktien aus dem eher defensiv aufgestellten Versicherungs-Sektor wurden verkauft und durch europäische Bankaktien ersetzt. Dieser Sektor sollte überdurchschnittlich von Maßnahmen der EZB zur Verbesserung der Kreditvergabe und einer möglichen Quantitativen Lockerung profitieren. Im Automobilssektor wurden Kursanstiege von über 15% bei Einzelaktien genutzt, um Gewinne zu realisieren.

Auf der Bondseite liegt die Quote unverändert bei rund 31% und damit leicht über der langfristigen Zielgröße von 30%. Das durchschnittliche Rating liegt bei BBB+ bis A- und somit weiterhin im guten Investmentgrade-Bereich. Die Modified Duration bleibt unbesichert, damit das Anleihenportfolio auch künftig in der Lage ist, potentielle negative Effekte aus dem Aktienbereich abzumildern.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	95.87	1.3592	1.22126	0.81348	138.34	1.47295	8.1206	1.47822	2.8542	8.5159
-1m	-1.2%	-2.0%	0.0%	-2.3%	-2.3%	-1.5%	-1.5%	-2.6%	-2.8%	-1.8%
ytd	-1.9%	-1.4%	-0.3%	-4.7%	-4.7%	-4.6%	-2.9%	0.9%	-3.7%	2.0%

German Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.052	0.405	1.338	129	66	257	73	115
-1m	-9	-15	-13	-4	-4	-16	-6	-6
ytd	-16	-52	-59	-43	-4	-29	-15	-14

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	111	121	-75	39	18	27	160	148	221	469	128
-1m	118	119	-84	48	23	33	160	155	218	469	135
ytd	110	109	-119	63	34	31	220	222	420	649	158

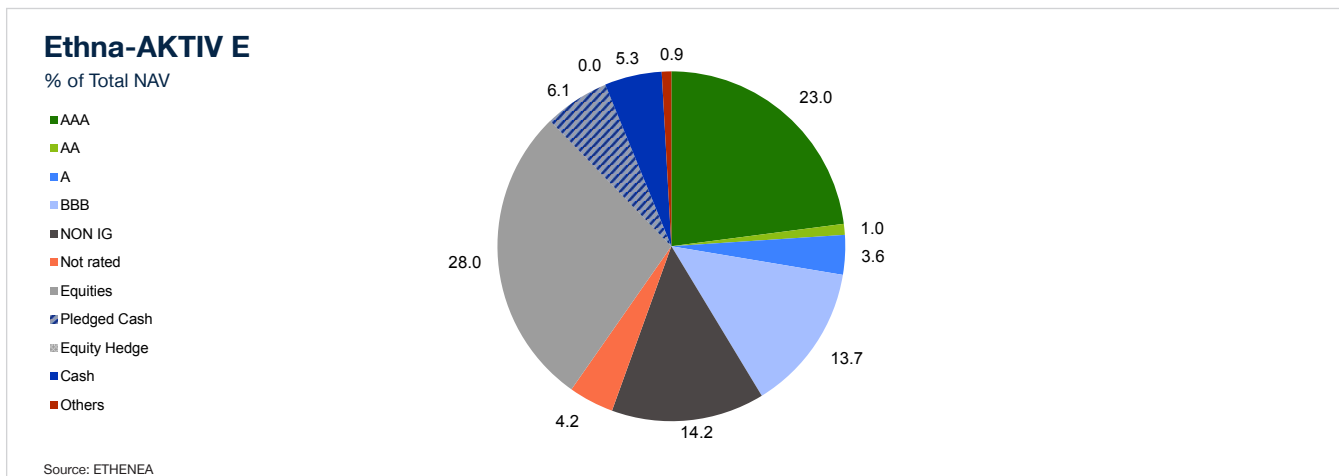
Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	9,939.17	16,633.18	3,246.24	4,531.63	6,851.22	14,670.95	2,050.228
-1m	3.5%	0.3%	1.5%	1.0%	1.0%	2.6%	1.2%
ytd	4.1%	0.3%	4.4%	5.5%	1.5%	-9.9%	-3.1%
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	13.8	14.9	14.6	15.3	14.1	16.6	8.1
-1m	2.2%	0.2%	2.3%	2.2%	1.2%	3.4%	1.8%
ytd	-2.1%	-4.3%	0.1%	-1.9%	0.0%	-20.9%	-12.9%

Grafik 10: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)\*

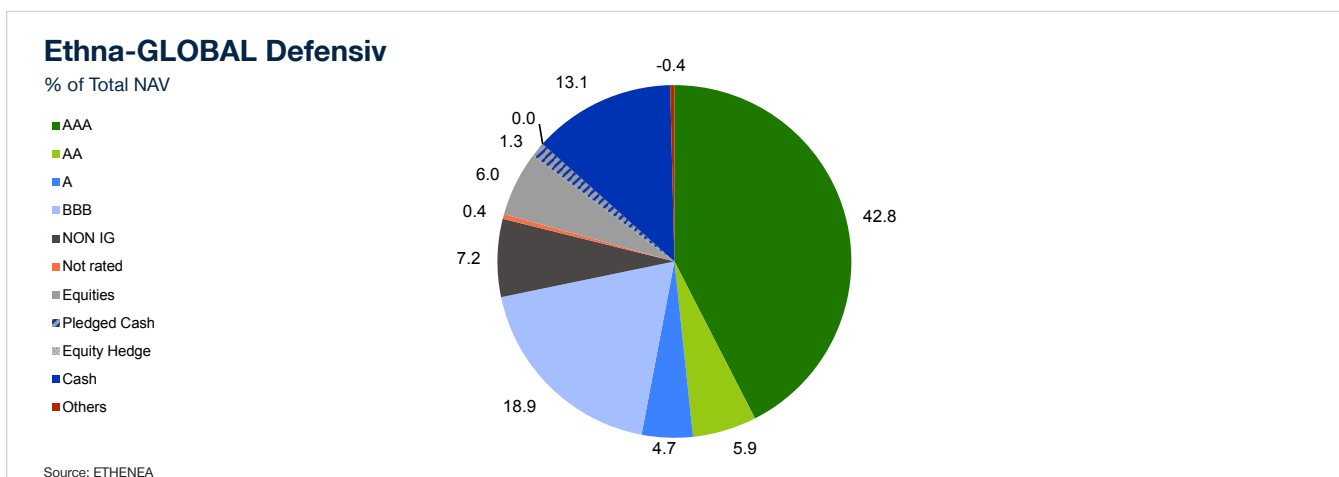
Weitere Detailinformationen finden Sie unter [diesem Link](#).

Date	Fund	Yield p. a.	Rating is between		Mod. duration	Current yield p. a.	Mod. duration -bonds only-
31/05/14	Ethna-AKTIV E	3.70%	A-	A	4.93	4.12%	4.93
31/05/14	Ethna-GLOBAL Defensiv	2.68%	A+	AA-	4.88	3.07%	4.88
31/05/14	Ethna-GLOBAL Dynamisch	3.52%	BBB+	A-	5.03	4.15%	5.03

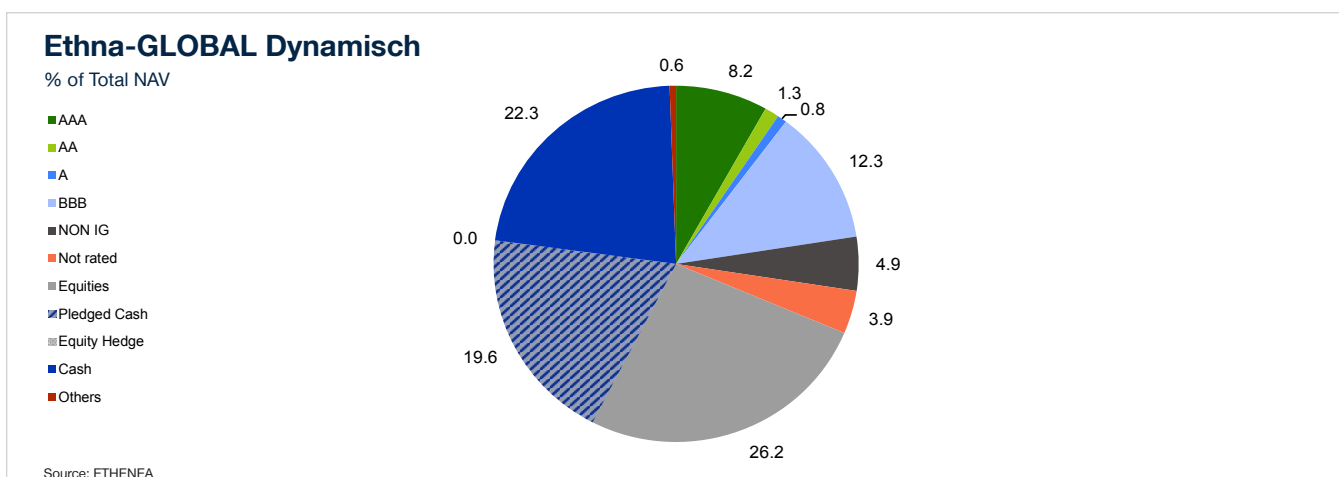
Grafik 11: Kennzahlen der Ethna Funds zum Monatsende\*



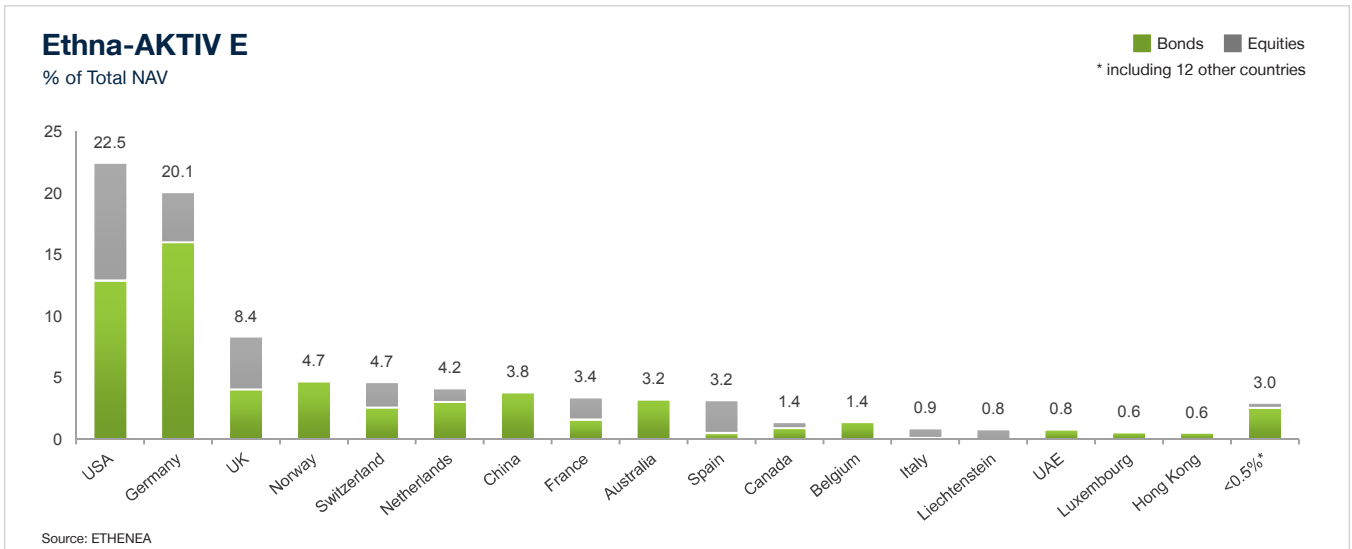
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating\*



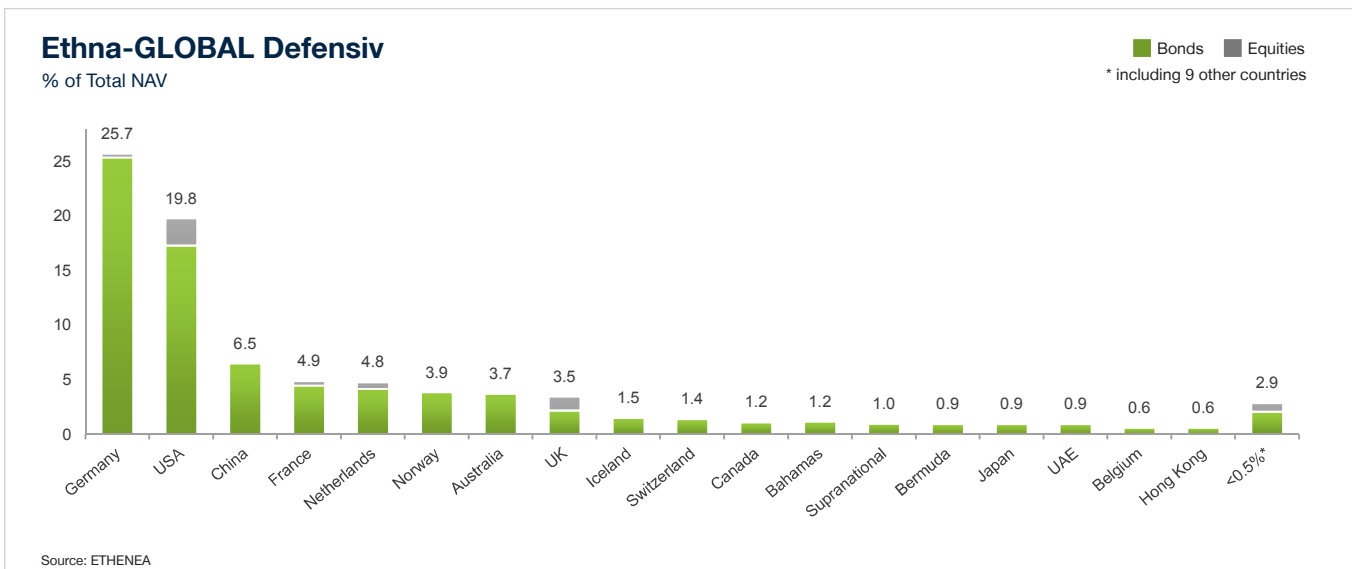
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating\*



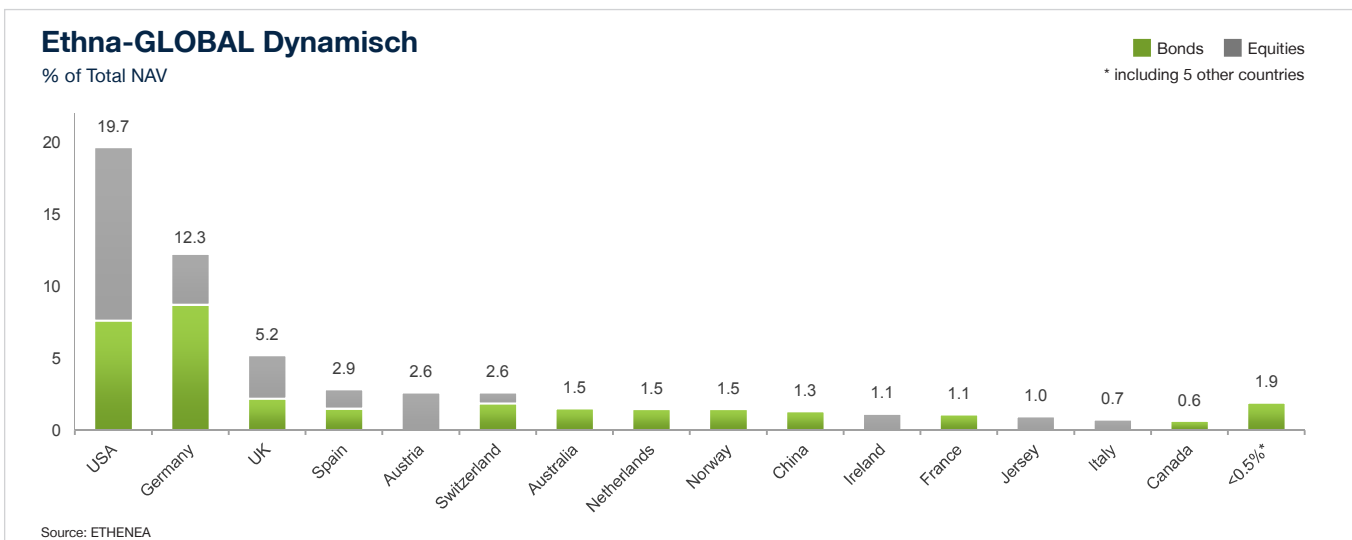
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating\*



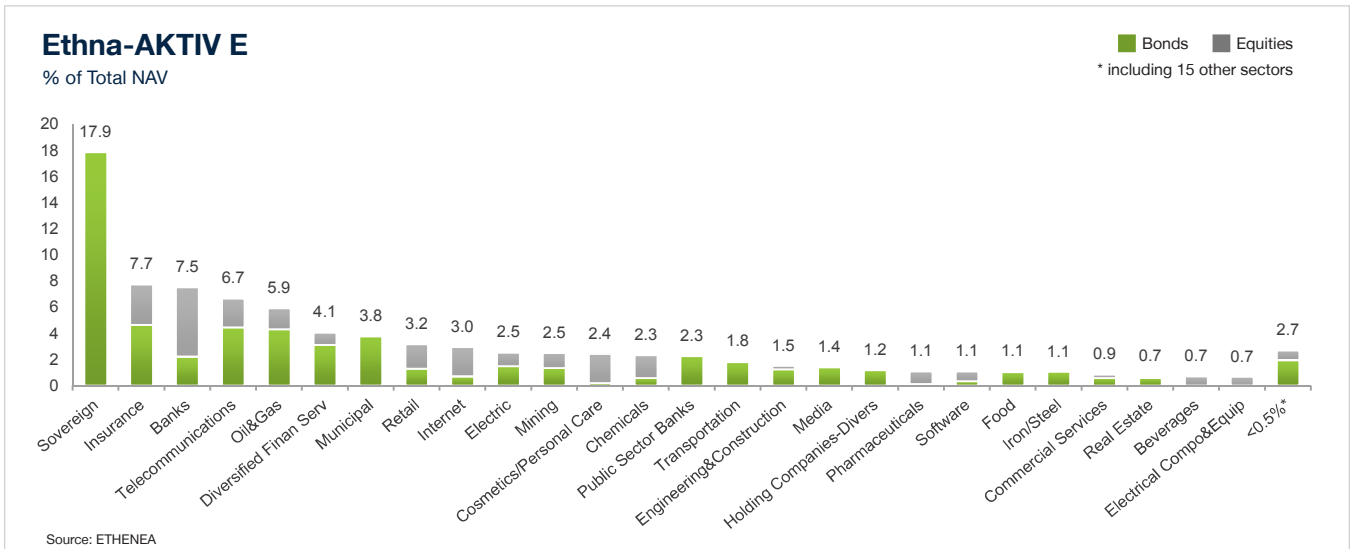
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft\*



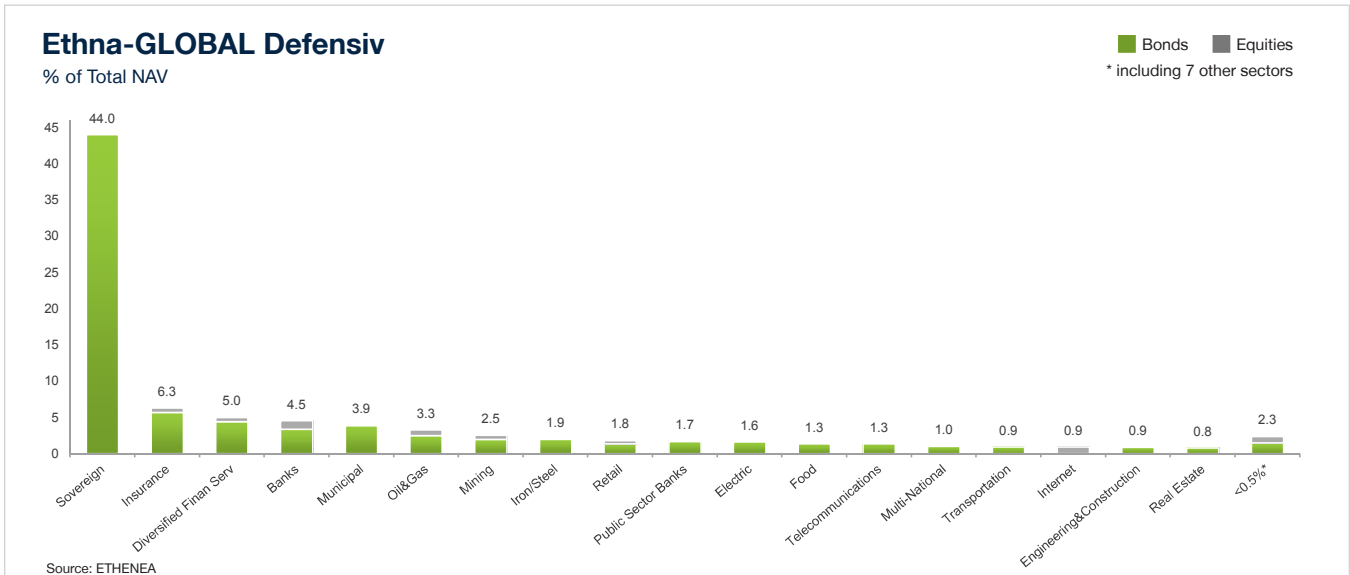
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft\*



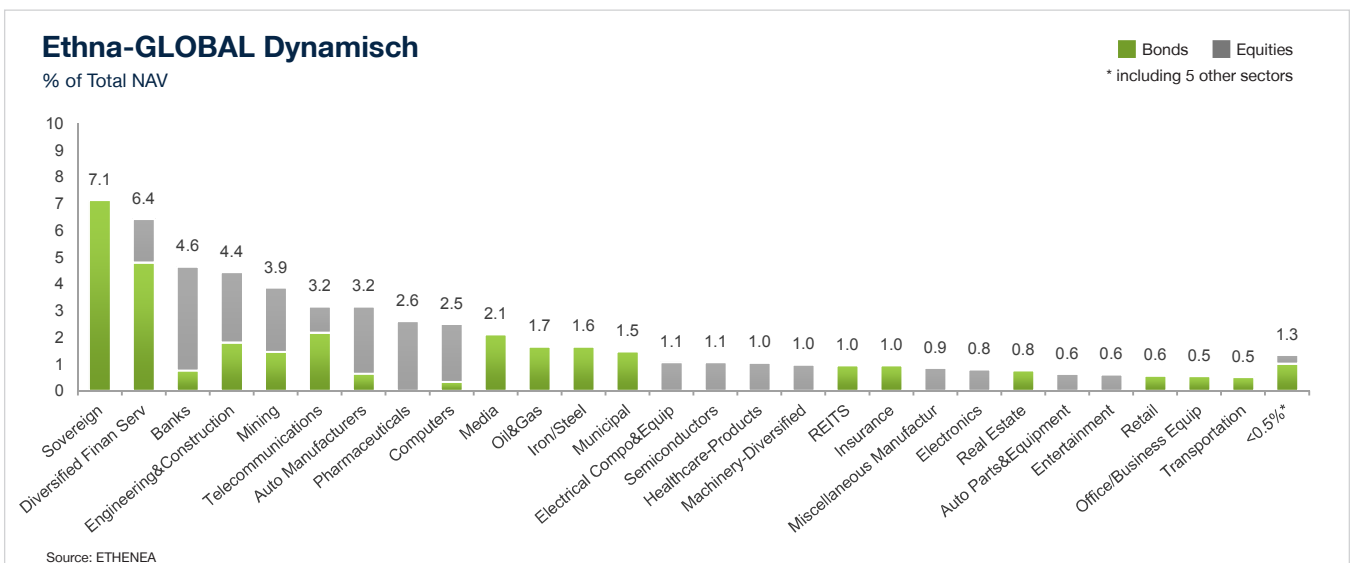
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft\*



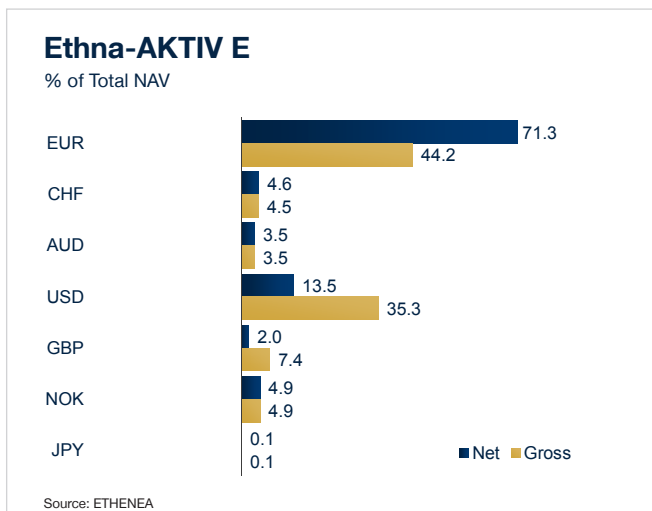
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Branche\*



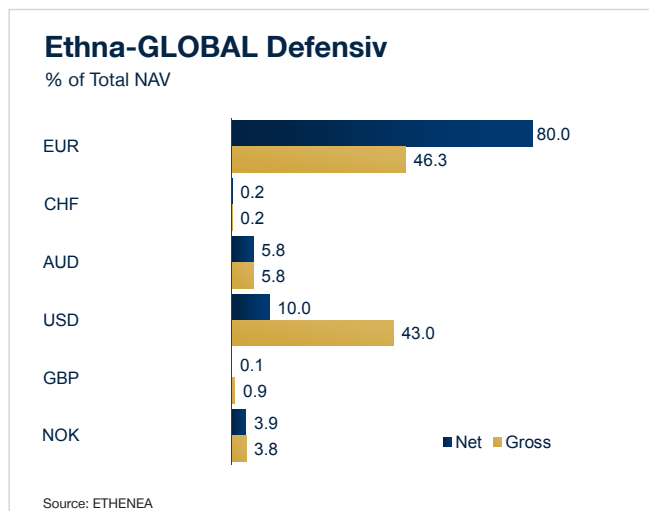
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Branche\*



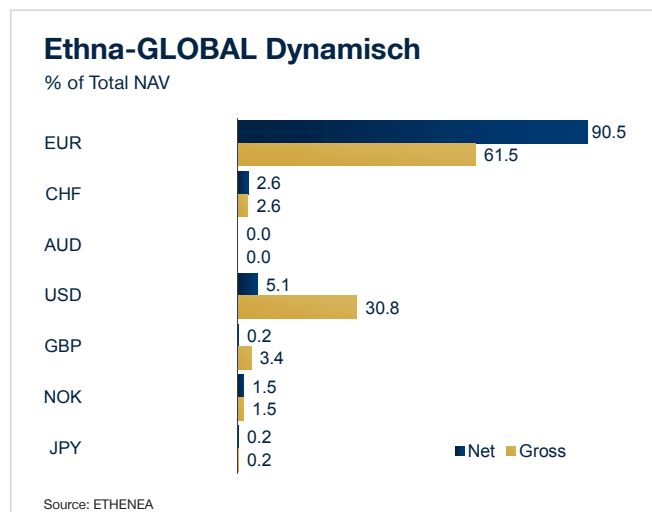
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Branche\*



Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen\*



Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen\*



Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Währungen\*

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



**ETHENEA**  
managing the Ethna Funds



Das Portfolio Management  
(Autoren):

Guido Barthels  
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, 31.05.2014.