

# MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

## Gesundheit!



**Die meisten großen Aktienmärkte schlossen Anfang des Monats im Minus. In Anbetracht dessen scheint sich *sell in May and go away* für viele bewahrheitet zu haben. Sind das die Anzeichen einer bevorstehenden Grippe?**

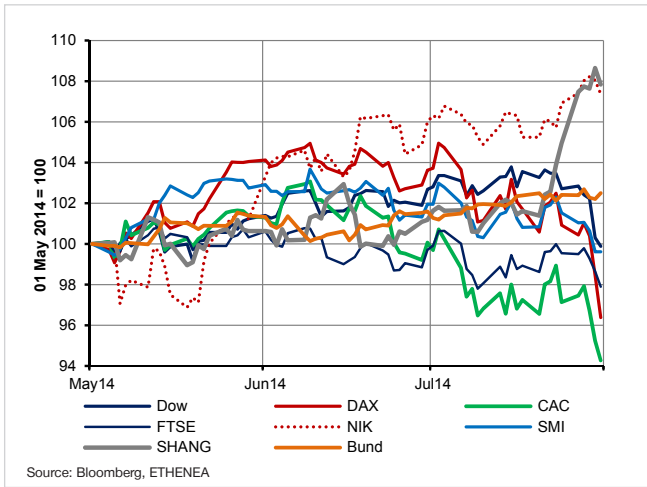
„Gesundheit!“ wünscht man in vielen Ländern der Welt einer Person, die gerade geniest hat. Ob dem Niesenden die Nase juckte, weil etwa ein Sonnenstrahl sie kitzelte oder ob vielleicht eine waschechte Sommergrippe im Anmarsch ist, kann man in diesem Moment oft noch nicht wissen. Am Freitag, den 1. August 2014, waren es nun die Aktienmärkte, die kräftig niesten.

Ob hierfür ein harmloser Sonnenstrahl oder aber eine Grippe verantwortlich war, lässt sich zum Zeitpunkt der Texterstellung nicht sagen. Ein Blick auf Grafik 1 zeigt allerdings, dass sich, wenn man besagten 1. August in die Betrachtung einbezieht, die Marktbinenweisheit *sell in May and go away* für viele Märkte bewahrheitet hat. Der französische CAC 40 steht mit fast 6 % im Minus und auch der DAX liegt bei fast -4 %. Nur die asiatischen Aktienmärkte bewegen sich noch satt im Plus. Da mutet die Wertentwicklung des Bund Future mit 2,5 % über drei Monate fast schon paradiesisch an. Jedoch ist der Wunsch vieler, den Autor mit eingeschlossen, nach einem endlich einmal ruhigen Sommer offenbar passé.

War die beobachtete Marktbewegung nun wirklich derart überraschend oder hat sich der Patient eine ordentliche und vor allem hartnäckige Sommergrippe eingefangen, deren Symptome sich bereits seit Längerem zeigten? Wir argumentieren, dass das Niesen der Aktienmärkte *mit Ansage* daherkam. So, wie man die Grippe leichter bekommt, wenn man sich zu häufig in überklimatisierten Räumen aufhält oder im Luftzug sitzt, so gab es im Fall der Kapitalmärkte viele Anzeichen dafür, dass es zu einer größeren Korrektur in den sogenannten Risikomärkten kommen könnte. Wir berichteten in den vergangenen Monaten im Rahmen unseres Marktkommentars des Öfteren von solchen Warnsignalen.

Die jüngsten Warnsignale kamen, wie schon so häufig, von den Anleihemärkten und, dort allen voran, vom sogenannten High-Yield-Markt. Wie Grafik 2 zeigt, verlor der iBoxx USD High Yield Index seit Anfang Juli deutlich an Boden. Die Gründe hierfür sind sicher so vielschichtig und komplex wie die meisten Zusammenhänge an den Kapitalmärkten. Doch





Grafik 1: Relative Wertentwicklung in lokaler Währung seit Mai 2014



Grafik 2: Entwicklung des US-Aktienindex S&P 500 und des iBoxx USD High Yield Index seit Jahresanfang

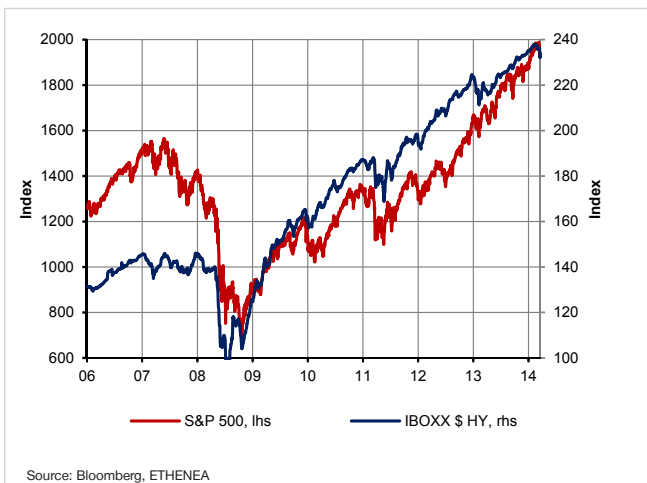
dazu später mehr. Wichtig ist es, an dieser Stelle festzuhalten, dass die Kreditmärkte hypernervos in Vorlage getreten sind und die Aktienmärkte folgten. Falls die Korrelation dieser beiden Marktsegmente stabil bleibt, und Grafik 3 spricht dafür, dann könnte jener Freitag, der 1. August 2014, nur den Beginn in einer Reihe von Korrekturen an den Aktienmärkten markieren.

Dies indiziert unter anderem der Umstand, dass der *Risiko-teil* des Kapitalmarkts, also insbesondere Aktien und High Yield, seit der Finanzmarktkrise enorm am Tropf der US Fed hing. Grafik 4 zeigt die dramatische Ausweitung der US-Notenbankbilanz und stellt dieser den Verlauf des S&P 500 gegenüber. Bis zum Lehman-Debakel gab es quasi keinen Zusammenhang zwischen diesen Variablen. Seitdem hingegen der Markt mit Zentralbankgeld geflutet wird, können wir eine große Korrelation messen. Durch das anhaltende *Tapering*, die Verringerung der Anleiheaufkaufe der Fed, wächst die Bilanz nur noch geringer und ein Ende dieses Wachstums ist in Sicht.

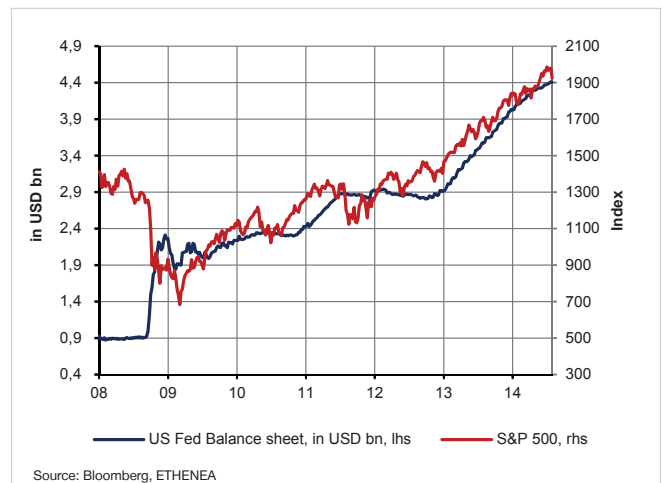
Obwohl von einer möglichen Reduktion der Bilanzsumme aktuell noch nicht die Rede ist, antizipiert der Markt sie schon. Der Tropf, der den Patienten *Markt* am Leben hält, droht, entfernt zu werden. Wenn nicht nachhaltig überaus negative Wirtschaftsdaten aus den Vereinigten Staaten kommen, die eine weitere Stimulierung der Volkswirtschaft durch Gelddrucken erfordern, dann steht das Ende des *Quantitative Easing* quasi vor der Haustür. Und damit wäre ein weiterer Rückgang der Kurse für Aktien und High Yield noch wahrscheinlicher. Paradoxaerweise sollten also Aktien- und High-Yield-Investoren auf schlechte Wirtschaftsdaten hoffen, die zwar die Unternehmensgewinne reduzieren, zugleich jedoch möglicherweise die Schleusen der Fed länger geöffnet halten. Verrückte Märkte.

Wenden wir uns kurz den Fakten zu, auch wenn das in der heutigen Zeit unmodern geworden zu sein scheint.

Wir erinnern uns an den letzten Marktkommentar, in dem wir uns mit den Unwägbarkeiten und Klippen bei volkswirt-



Grafik 3: Entwicklung des US-Aktienindex S&P 500 und des iBoxx USD High Yield Index seit 2006

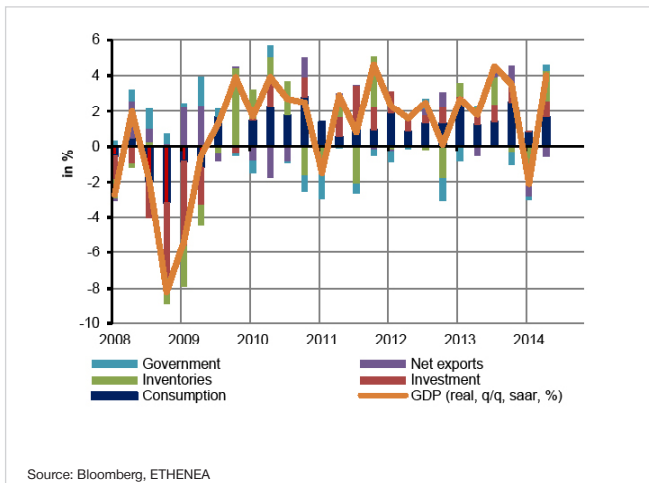


Grafik 4: Bilanzsumme der US-Notenbank Fed sowie der Verlauf des S&P 500 Aktienindex\*

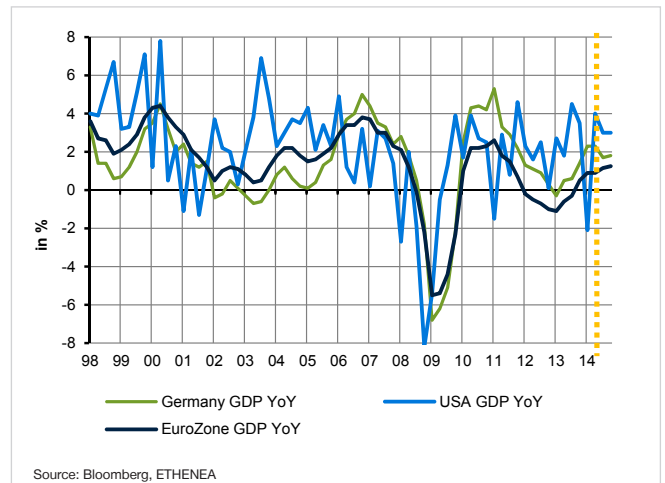
schaftlichen Daten im Allgemeinen und jenen der USA im Speziellen auseinandergesetzt haben. In Grafik 5 greifen wir dieses Thema wieder auf, wobei wir die Entwicklung des BIP-Wachstums der USA aus der Sichtweise der Verwendungsrechnung betrachten.<sup>1</sup> Die Grafik zeigt unter anderem, dass wir eine erneute Korrektur des BIP-Wachstums für das erste Quartal 2014 erfahren haben. Q1 2014 hat sich demnach von +1,7% über +0,1% und weiter über -1,0% bis zu -2,9% zu nunmehr -2,1% verändert – und das alles über einen Zeitraum von weniger als sechs Monaten. Eine kafkaesk anmutende Metamorphose. Des Weiteren sieht man eine deutliche Trendwende im Wachstum des zweiten Quartals hin zu +4,0% Wachstum. Über die Glaubwürdigkeit dieser Schätzung mag sich der verehrte Leser ein eigenes Urteil bilden. Wir möchten an dieser Stelle schlichtweg darauf hinweisen, dass ein nicht unerheblicher Teil des Wachstums, genau +1,66%, aus der Lagerhaltungskomponente stammt. Diese Komponente ist

eine statistische Restgröße, die man so interpretieren kann, dass hier die Waren und Dienstleistungen verbucht werden, die zwar produziert, aber (bisher) nicht nachgefragt wurden. Lagerhaltung eben. Wenn nun im Laufe der nächsten Wochen die Schätzungen der anderen BIP-Komponenten genauer werden, wird die Lagerhaltungskomponente mit verändert. Ferner ist ein BIP-Wachstum auf Lager per se nicht das nachhaltigste Wachstum, das man sich denken kann. Es wird ja erst wirklich dann zu Wachstum, wenn die Lagerkomponente auch konsumiert wird. So oder so: Das Thema ausführlicher darzulegen, würde den Rahmen dieses Kommentars sprengen. Dem Leser sollte allerdings klar sein, dass die Wahrscheinlichkeit, dass das US-BIP in Q2 bei 4% bleibt, in etwa so groß ist wie die sprichwörtlichen *sechs Richtigen* im Lotto.

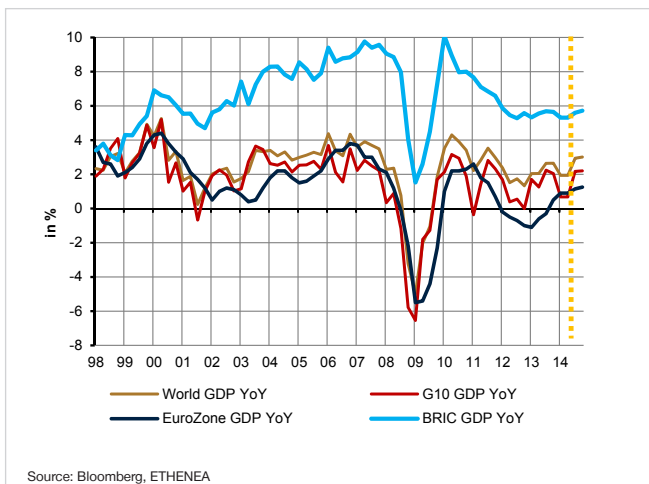
Die Grafiken 6, 7 und 8 zeigen den Verlauf und, viel wichtiger, die Konsensprognose des BIP-Wachstums ausgewählter Re-



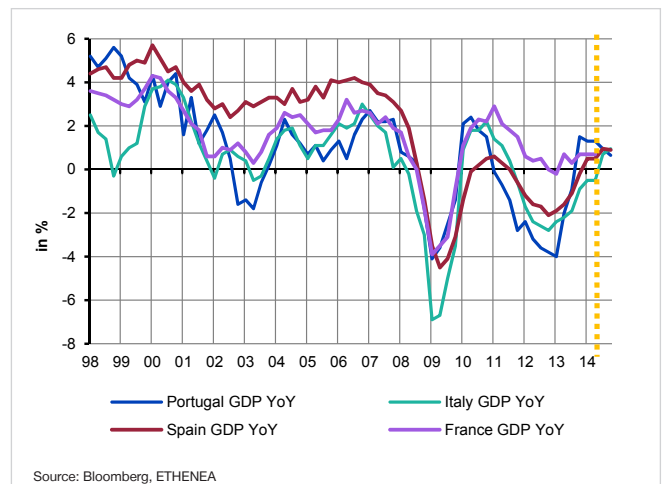
Grafik 5: BIP-Entwicklung der USA aus Sichtweise der Verwendungsrechnung



Grafik 6: BIP-Entwicklung und Prognose ausgewählter Regionen

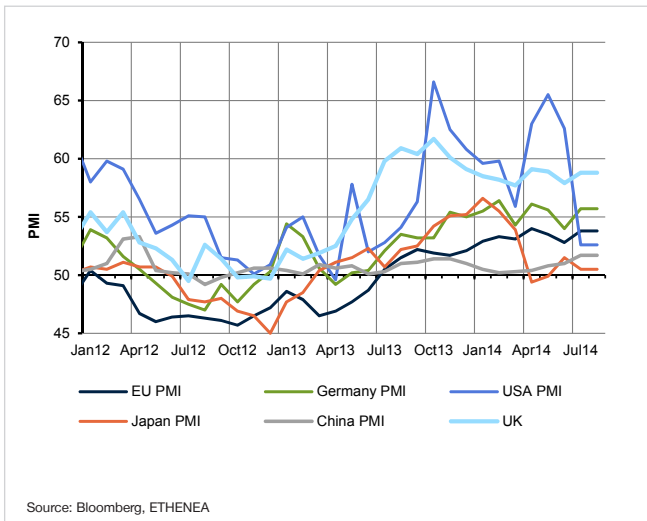


Grafik 7: BIP-Entwicklung und Prognose ausgewählter Regionen

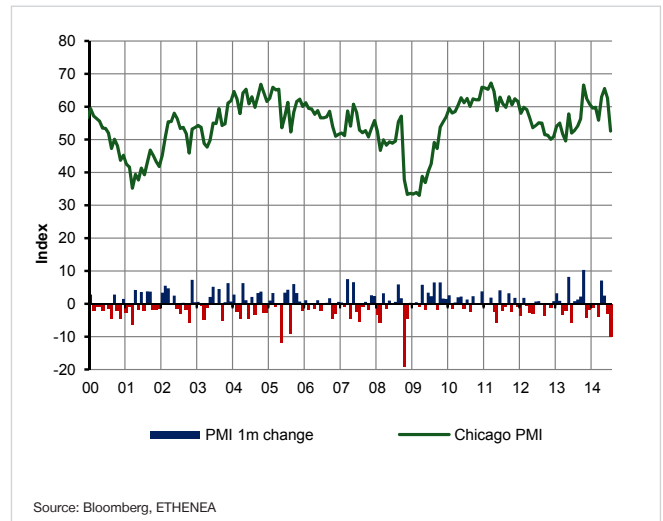


Grafik 8: BIP-Entwicklung und Prognose ausgewählter Regionen

<sup>1</sup> Mehr zu den unterschiedlichen Arten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) nach Entstehung, Verwendung und Verteilung erfahren Sie in einer unserer zukünftigen Ausgaben von APROPOS..., einer unregelmäßigen Fachpublikation, die zusätzlich zu unserem Marktkommentar aktuelle Wirtschafts- und Finanzthemen aufgreift. Alle Beiträge der APROPOS...-Reihe finden Sie auf unserer Website [www.ethenea.com](http://www.ethenea.com).



Grafik 9: Verlauf der Einkaufsmanagerindizes



Grafik 10: Verlauf des Chicago PMI, also des PMI für die USA, und die Monatsänderungen

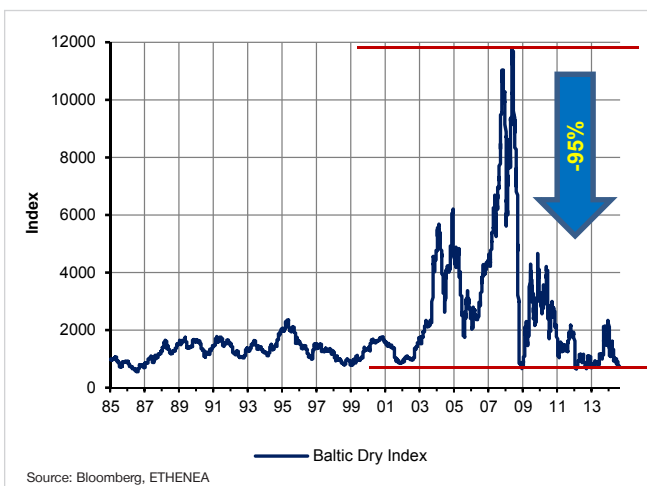
gionen. Bis Ende des Jahres geht der Konsens von einem sich weiter stabilisierenden Wachstum in den dargestellten Regionen aus, Problemländer eingeschlossen. Auch hier mögen Zweifel angebracht sein, zumal die aktuelle geopolitische Lage alles andere als einem stetigen Wachstum förderlich ist. Ob Ukraine, Israel, Irak, Syrien und Libyen auf der politischen Seite oder Argentinien und Portugal mit der *Banco Espírito Santo* auf der Schuldnerseite – aktuell gibt es mehr Gründe, die eher gegen eine weitere Erholung sprechen als dafür.

Die Einkaufsmanagerindizes (Grafik 9) zeigen weiterhin, dass die Volkswirtschaften auf Expansionskurs sind, allerdings nicht ohne einige Wermutstropfen. Im Fall des japanischen PMI scheint der Effekt von *Abenomics* langsam zu verpuffen und Japans Volkswirtschaft droht abermals Ungemach. Im Fall des US-PMI hingegen deutet einiges auf eine signifikante Stimmungverschlechterung hin. Grafik 10 greift dies im Detail noch einmal auf und zeigt, dass ein Rückgang um zehn Punkte und mehr ein recht seltenes Ereignis ist, das in den vergangenen

15 Jahren nur viermal aufgetreten ist: einmal in 2005, zweimal in 2008 und einmal im vergangenen Monat. In Anbetracht des bereits erwähnten eher angespannten Umfelds ist das sicher kein Ereignis, das man mit einem Achselzucken abtun sollte. Allerdings ist es allein nicht genug, um die Alarmglocken läuten zu lassen.

Wenden wir uns nun einem weiteren Frühindikator zu, der allerdings zugegebenermaßen in den letzten Jahren etwas an Treffgenauigkeit eingebüßt hat: dem Baltic Dry Index für Frachtraten.

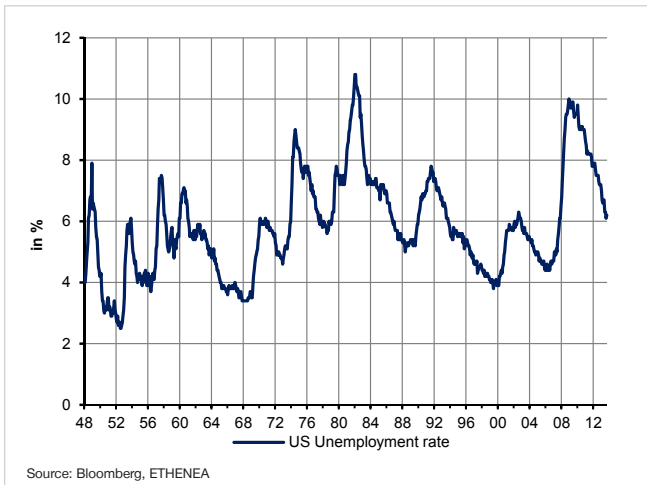
Grafik 11 zeigt den Verlauf und den anschließenden 95%igen Kollaps des Baltic Dry im Anschluss an die Lehman-Pleite und die daraus resultierende Weltwirtschaftskrise. Aktuell können wir erneut einen deutlichen Rückgang des Index feststellen, auch wenn er vielen entgangen sein sollte (möglicherweise aufgrund von banalen Skalierungsproblemen). Grafik 12 zeigt den Verlauf des Baltic Dry seit Beginn 2013, welchem wir



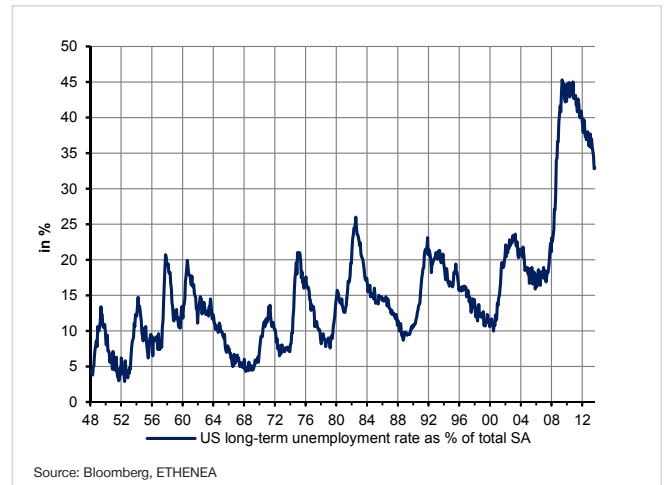
Grafik 11: Baltic Dry Index im Zeitverlauf



Grafik 12: Baltic Dry Index im Zeitverlauf



Grafik 13: Arbeitslosenquote der USA



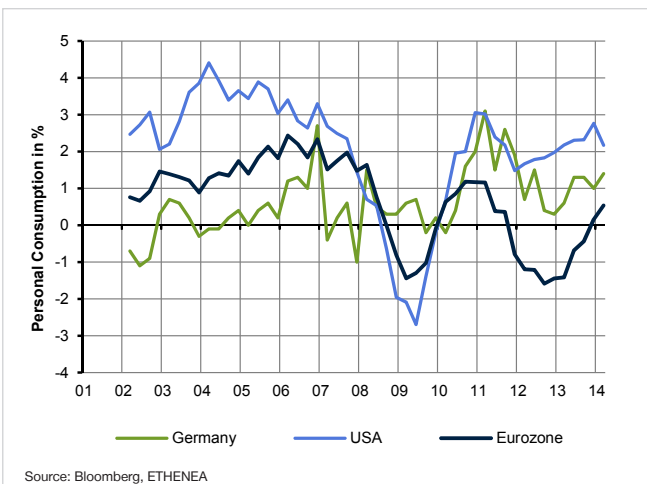
Grafik 14: Anteil der Langzeitarbeitslosen an den Gesamtarbeitslosen der USA

einen 70%igen Rückgang seit Jahresbeginn 2014 entnehmen können. Zum Teil ist dieser Rückgang dem Überangebot an Frachtkapazität zuzurechnen, es bleibt jedoch ein großer Rest, der eher auf eine Eintrübung der globalen Wirtschaftslage hindeuten könnte.

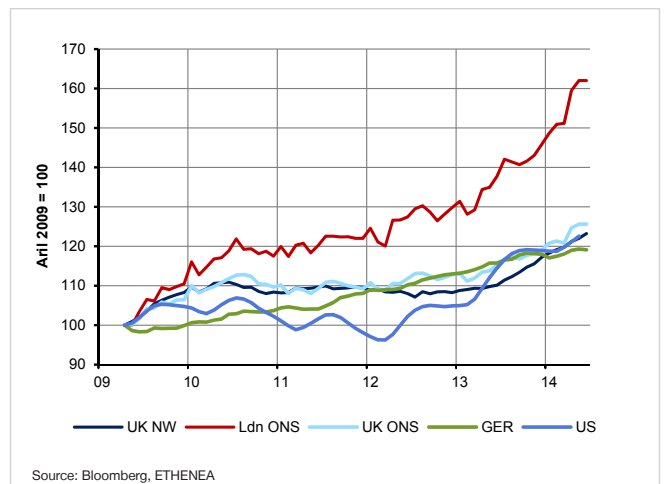
Erlauben wir uns an dieser Stelle einen kurzen Seitenblick auf die Entwicklung der US-amerikanischen Arbeitslosenquote. Grafik 13 zeigt ihren Verlauf seit 1948. Man stellt schnell fest, dass erstens eine Quote von über 6% im historischen Vergleich recht hoch ist. Zweitens sieht man, dass die Quote um fast 40% von 10% auf aktuell knapp über 6% gefallen ist. Ein Blick auf Grafik 14 zeigt ferner, dass sich der Anteil der Langzeitarbeitslosen, also jener, die mehr als 26 Wochen arbeitslos gemeldet sind, weiterhin auf einem historisch sehr hohen Niveau bewegt. Zudem besagen weitere uns vorliegende Einkommensstatistiken, dass neun von zehn der häufigsten Tätigkeiten in den USA höchstens 35.000 USD pro Jahr einbringen – das betrifft erstaunliche 59% aller Beschäftigten in den Vereinigten

Staaten von Amerika. Es scheint, als ob der viel beachtete Rückgang in der Arbeitslosenstatistik in erster Linie dem Niedriglohnsektor zuzurechnen ist. Auch dies ist nicht unbedingt ein Zeichen der Solidität eines Aufschwungs.

Bevor der geneigte Leser beginnt, Trübsal zu blasen, zu guter Letzt noch zwei positive Meldungen. Die erste betrifft den privaten Konsum, welcher speziell in der Eurozone wieder zuzunehmen scheint (Grafik 15). Dort ist das Tal der Tränen durchschritten. Nach negativen Veränderungsraten in 2012 und 2013 können wir im ersten Quartal 2014 wieder ein geringes, aber positives Wachstum von 0,5% verzeichnen. Dass der Konsum in den USA langsamer wächst als zuvor, erscheint in diesem Zusammenhang nichtig. Die zweite Meldung betrifft die Entwicklungen der Häuserpreise (Grafik 16). Häuser in England, den USA und Deutschland haben seit April 2009 um gesunde 20% an Wert zugelegt. Das ist mehr als der Inflationsausgleich. Dass im gleichen Zeitraum die Hauspreise in London allerdings um mehr als 60% gestiegen sind, ist wohl



Grafik 15: Privater Konsum



Grafik 16: Entwicklung der Hauspreise seit April 2009

eher ein Grund zur Besorgnis, speziell wenn man Londoner ist. Eine Korrektur erscheint unausweichlich. Doch das wird wohl das Thema eines anderen Marktkommentars.

Wenn man an dieser Stelle resümiert, stellt man fest, dass die globale Wirtschaft im Allgemeinen und die US-Wirtschaft im Speziellen sich wohl immer noch im Wachstumsmodus befinden. Allerdings ist unklar, was passiert, sollte der Wirtschaft der extreme monetäre Stimulus entzogen werden. Einen Vorgeschmack auf mögliche Folgen bekamen wir Ende Juli/Anfang August zu spüren, als die Märkte deutlich korrigierten.

Es folgt ein Exkurs unserer Aktienanalysten Andreas Wild und Christoph Blieffert.

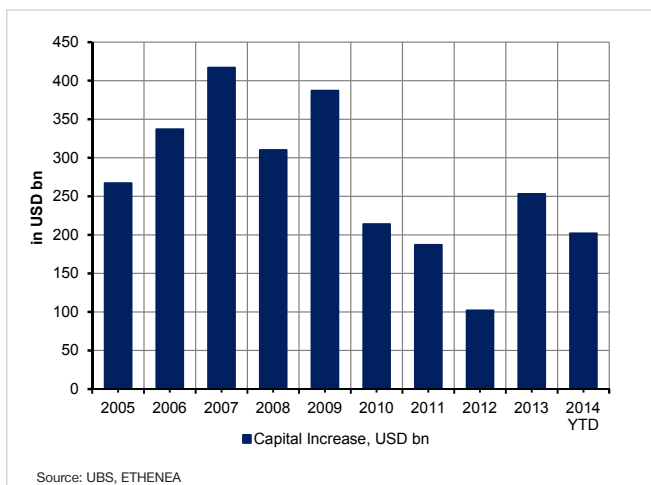
**Money, Money, Money...**

Gemäß dem gleichnamigen Song der schwedischen Popband ABBA nutzen die Unternehmen und deren Eigentümer derzeit nicht die Gunst der Märkte, um einen „reichen Mann zu finden“, sondern versorgen sich lieber mit neuem Kapital. Das Volumen der Kapitalerhöhungen und neuen Börsengänge ist auf dem besten Weg, wieder den Vorkrisenlevel zu erreichen. So betrug besagtes Volumen bereits im ersten Halbjahr 2014 202 Milliarden EUR (Grafik 17). Zahlreiche Unternehmenskontakte der letzten Wochen zeigen uns, dass damit noch nicht das Ende der Fahnenstange erreicht ist (sollten die Märkte nicht doch noch deutlicher korrigieren, als sie es im Moment tun).

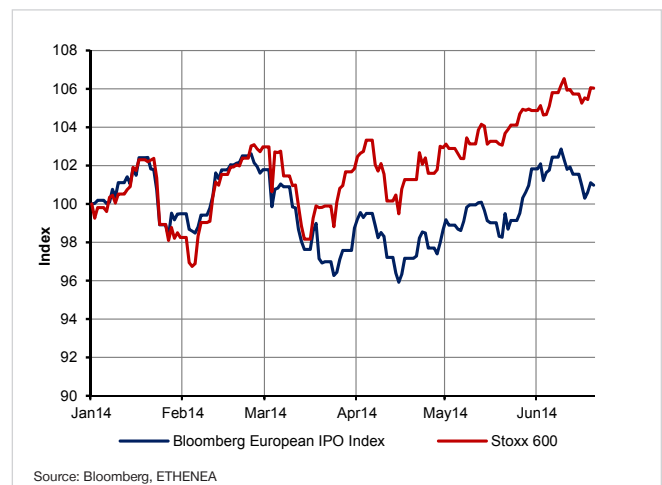
Wir sehen die Entwicklung durchaus als positiv an, da die Börsen nicht geschaffen wurden, damit Anleger Aktien hin und her tauschen können, was als Sekundärmarktfunktion bezeichnet wird. Unserer Meinung nach sind sie in erster Linie dazu da, um den Unternehmen die Aufnahme von Kapital zu

Geopolitische Risiken tragen das Ihre dazu bei, das Wachstum, das per se schon auf tönernen Füßen zu stehen scheint, weiter zu unterminieren. Es könnten allerdings noch ein, zwei Quartale ins Land ziehen, bevor sich dies in den eher harten Wirtschaftsdaten (den Fakten, wenn man so will) manifestiert. Bis dahin wäre es ratsam, für eventuelle Niesattacken nicht nur Taschentücher parat zu haben, sondern auch stets ein Antigrippe-Mittel mit sich zu führen – da die juckende Nase sich jederzeit als Vorbote einer ausgewachsenen Grippe entpuppen könnte. Im diesem Sinne: Gesundheit.

ermöglichen – womit ihre Primärmarktfunktion beschrieben ist. Diese Primärmarktfunktion wurde in den Jahren nach der Finanzkrise nur ungenügend wahrgenommen, was zum Teil an den niedrigen Bewertungen am Kapitalmarkt, aber auch am geringen Risikoappetit der Investoren (uns eingeschlossen) lag. Kapitalbeschaffung über den Kapitalmarkt stellt zudem eine wichtige Alternative zu Banken dar, die in Zeiten der schrumpfenden Bankbilanzen dringend nötig werden wird. Eigenkapital und hohe Liquiditätspolster haben als Folge der Finanzkrise eine weitaus wichtigere Bedeutung in den Bilanzen der Unternehmen bekommen. Allerdings sind nicht nur klassische Unternehmen am Primärmarkt der Börsen unterwegs. Auch Finanzinstitute nutzen zurzeit diesen Weg, um sich im Zuge der gestiegenen regulatorischen Anforderungen mit mehr Kapital zu versorgen. Nicht vergessen dürfen wir in diesem Zusammenhang die vielen Private-Equity-Gesellschaften, welche in den letzten Monaten oft Unternehmen an die Börse brachten, in welche sie vor der Finanzkrise investiert hatten. Diese Verkäufe gaben den Gesellschaften wiederum Raum für neue Beteiligungen, oftmals auch in Wachstumsbranchen, welche ebenfalls für den Innovationsstandort Europa in Zukunft entscheidend sein werden.



Grafik 17: Volumen der Kapitalerhöhungen im Zeitverlauf



Grafik 18: IPO Index und Stoxx 600 seit Jahresbeginn

Für den Investor oder *Abnehmer* der zahlreichen Börsengänge ist die Geschichte allerdings nicht so einfach, wie es auf den ersten Blick scheint. Wir haben uns einmal den europäischen IPO Index von Bloomberg angeschaut, welcher die Performance aller europäischen IPOs während ihres ersten Jahres misst. Bis Anfang März konnte die Performance der neuen Börsengänge noch mit dem europäischen STOXX 600, den wir als Benchmark gewählt haben, mithalten. Danach hat die Underperformance jedoch laufend zugenommen, Ende Juli lag sie bei über 7 % (Grafik 18).

Ein Grund für diese Underperformance war die abnehmende Qualität der angebotenen Unternehmen und das damit steigende Risiko für die Investoren. Die implizierten Risiken kön-

nen unter anderem die finanzielle Solidität des entsprechenden Unternehmens sein, d. h. seine hohe Verschuldung oder eine eventuelle tiefe Cash-Flow-Generierung – sie können aber auch in den Geschäftsmodellen liegen. Das gilt insbesondere für Firmen, die mit einer neuen Technologie an den Markt kommen wollen oder aber deren Historie relativ kurz ist: In den USA haben 74 % der Unternehmen, welche zwischen Q4 2013 und Q1 2014 an die Börse gingen, bisher keine Gewinne erzielt. Das ist der höchste Wert seit März 2000, kurz vor dem Zerplatzen der Technologieblase, wo 80 % der Börsengänge verlustträchtig waren. Daher bleibt festzuhalten: Es ist wie immer alles eine Frage des Timings – vor allem, wenn es um *money, money, money...* geht.

## Positionierung der Ethna Funds

### Ethna-GLOBAL Defensiv

Die gestiegene Unsicherheit aufgrund zahlreicher geopolitischer Aspekte veranlasste uns dazu, im Laufe des Monats unser Bond-Exposure weiter auszubauen, auf aktuell 84 %. Dabei wurden insbesondere Anleihen bester Bonität hinzugekauft, wodurch das durchschnittliche Rating auf AA- bis AA weiter anstieg. Über 44,6 % des Gesamtportfolios sind dabei aktuell in AAA Anleihen investiert. Wir sehen aktuell weiterhin keine Risiken bezüglich einer Zinsanhebung 2014 im EUR- und USD-Raum und haben dementsprechend durch die Zukäufe der Bonds auch die Duration leicht erhöht, auf 5,14 zum Ultimo. Gleichzeitig wurden der Bestand an Nachranganleihen reduziert und Gewinne realisiert, da diese wegen der Suche der Investoren nach Rendite über die letzten Monate sehr gut performt hatten.

Auf der Währungsseite kam es zu keiner taktischen Veränderung. Das USD-Exposure stieg leicht an, was jedoch auf die Aufwertung des USD gegenüber dem EUR über den Monat hinweg zurückzuführen ist und entsprechende Gewinne für den Fonds impliziert. Nach einem Ausbau in den Vormonaten wurde die Aktienquote um 1,8 % auf 7,7 % reduziert. Verkauft haben wir Banken sowie Öl- und Gasunternehmen.

### Ethna-AKTIV E

Aufgrund der aktuell zahlreichen geopolitischen Risikoherde (Ukraine, Israel, Irak, Syrien, Argentinien, etc.) wurde das Bondportfolio taktisch adjustiert, um die Volatilität und das Risiko des Fonds trotz gestiegener Marktvolatilität niedrig zu halten. Während der Anteil an Anleihen im Portfolio insgesamt leicht erhöht wurde, wurde insbesondere der Bestand an

Staatsanleihen erhöht, während vereinzelt Unternehmensanleihen verkauft und Gewinne realisiert wurden. Darüber hinaus bieten Staatsanleihen eine deutlich höhere Liquidität, was im Falle einer Eskalation von einem der Krisenherde eine bessere Risikosteuerung ermöglicht. Zusätzlich wurde durch diesen Schritt das durchschnittliche Rating weiter auf aktuell A bis A+ verbessert, wodurch das Portfolio in einem Umfeld mit temporär höherer Volatilität besser aufgestellt ist. Auch haben wir die Duration des Fonds durch den Verkauf unserer Position von 10-jährigen US-Staatsanleihen und dem gleichzeitigen Kauf von 5-jährigen US-Staatsanleihen leicht reduziert. Wir erwarten zwar in 2014 weiterhin keine steigenden Zinsen, doch schließen wir eine kurzfristige leichte Korrektur in Folge der aktuellen Marktbewegung nicht gänzlich aus. Um Gewinne zu realisieren, haben wir uns für diesen Schritt entschieden.

Auf der Aktienseite gab es zusätzliche Risiken, die sich aus der europäischen Berichtssaison zum ersten Halbjahr ergaben (wo es bei einigen Unternehmen zu Enttäuschungen kam, da der europäische Wirtschaftsaufschwung auf sich warten lässt). Konsequenterweise wurde die Netto-Aktienquote des Ethna-AKTIV E um über 9 % auf 24,3 % reduziert. Auf Sektorebene haben wir im Bereich Versicherungen und Banken unser Exposure abgebaut. Die Erwartungen der Investoren sind speziell bei den Banken sehr hoch und Kommentare von Branchenvertretern sowie die Berichtssaison haben gezeigt, dass es wohl länger dauern wird, bis die Gewinne nachhaltig und im erhofften Ausmaß steigen werden. Im Öl- und Gasbereich haben wir die gute Kursentwicklung genutzt, um Gewinne mitzunehmen. Zugekauft wurde im defensiven Food- und Pharmabereich. Die Aktien sind nur bedingt von den herrschenden Unsicherheiten betroffen und versprechen stabile Erträge in den kommenden Monaten.

Bezüglich der Währungen blieb die strategische Allokation im Vergleich zum Vormonat unverändert. Das USD-Exposure des Fonds stieg aufgrund der Aufwertung des USD gegenüber dem EUR leicht an. Dennoch sehen wir weiterhin Potential für ein Fortsetzen dieses Trends, da aktuelle makroökonomische Daten eine weniger dovische Zentralbankpolitik der Fed nahelegen, während die EZB im Zuge der aktuellen Inflationsraten über einen langen Zeitraum hinweg eine sehr lockere Geldpolitik betreiben muss.

### **Ethna-GLOBAL Dynamisch**

Um den geopolitischen Unsicherheiten Rechnung zu tragen, wurde die Netto-Aktienquote des Ethna-GLOBAL Dynamisch im Juli leicht auf 47,3% reduziert. Verkauft haben wir im Bankensektor, wo die Investoren zur Einsicht gelangen, dass es durch die langsame wirtschaftliche Erholung in Europa, die steigenden Regulierungsvorschriften sowie Altlasten länger als erwartet dauern wird, bis sich die Erträge substantiell erholen werden. Ebenfalls reduziert wurde das Exposure bei den Autoherstellern, wo der Optimismus der Investoren sehr groß ist und Rückschläge wahrscheinlich geworden sind. Zugekauft haben wir im Retail-Bereich mit Fokus USA. Die wirtschaftliche Erholung geht nach einem Rückschlag, bedingt durch die harten Wintermonate, weiter und diese Unternehmen werden von einem steigenden Konsum profitieren. Die Zukäufe von Pharma-Aktien versprechen Stabilität, da weniger volatile Erträge von Investoren wieder vermehrt geschätzt werden. Geo-

grafisch haben wir vermehrt in den USA investiert, da hier die wirtschaftlichen Aussichten für die nächsten Monate vielversprechender aussehen als in Europa.

Die Bondquote stieg im Vergleich zum Vormonat um 0,2% auf 29,6% zum Monatsultimo und bleibt damit nahe unserer aktuellen strategischen Ziel-Allokation von 30%. Mit einem durchschnittlichen Rating von A bis A+ bleibt das Anleihen-Subportfolio weiterhin sehr konservativ aufgestellt und ist damit in der Lage, eine höhere Marktvolatilität, insbesondere auf der Aktienseite, abzufedern. Aus demselben Grund wurde die Duration nochmals leicht angehoben, auf 5,33 zum Ultimo.

Aufgrund der derzeit höheren Marktvolatilität wurde zudem auf der Währungsseite das USD-Exposure um fast 2% reduziert, um die Volatilität des Gesamtfonds in unserem Zielkorridor zu halten. Gleichzeitig wurden entsprechend Gewinne in Folge der Aufwertung des USD gegenüber dem EUR realisiert.

Auf der Bondseite wurde das Exposure im Vergleich zum Vormonat auf 31,9% erhöht und damit kurzfristig leicht über unser langfristiges Ziel von 30% gehoben. Das durchschnittliche Rating blieb dabei unverändert zwischen A- und A und befindet sich somit weiterhin im guten Investmentgrade-Bereich. Die Modified Duration bleibt weiterhin ungesichert, damit das Bondportfolio weiter besser in der Lage ist, potentielle negative Effekte auf das Aktien-Exposure abzufedern.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	95.05	1.3431	1.21592	0.79786	137.61	1.44311	8.4148	1.46567	2.8699	8.2942
-1m	-0.6 %	-1.9 %	0.1 %	-0.3 %	-0.8 %	-0.7 %	0.2 %	0.4 %	-1.1 %	-2.4 %
ytd	-2.7 %	-2.6 %	-0.8 %	-4.1 %	-5.2 %	-6.6 %	0.7 %	0.0 %	-3.2 %	-0.7 %

German Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.019	0.289	1.131	111	65	264	73	104
-1m	-1	-5	-11	-11	3	22	5	1
ytd	-19	-63	-80	-50	-5	-22	-14	-25

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	136	142	-59	39	25	19	163	143	257	498	110
-1m	129	143	-68	46	31	23	160	142	240	471	111
ytd	110	109	-119	63	34	31	220	222	420	649	158

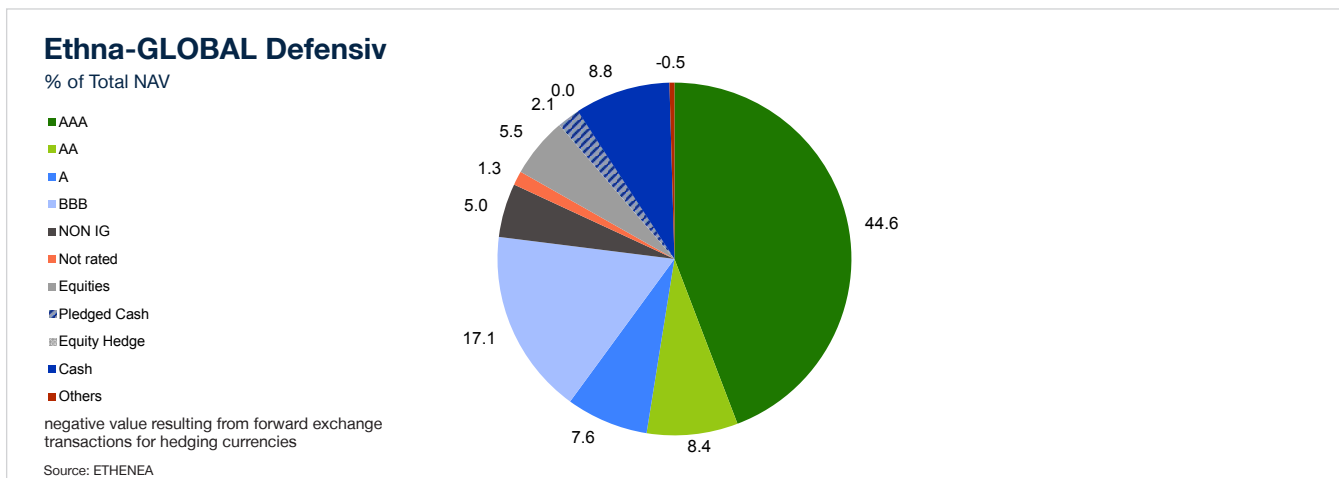
Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	9,210.08	16,493.37	3,072.57	4,202.78	6,679.18	15,523.11	2,185.303
-1m	-6.3 %	-2.0 %	-4.8 %	-5.0 %	-1.0 %	2.4 %	6.7 %
ytd	-3.6 %	-0.5 %	-1.2 %	-2.2 %	-1.0 %	-4.7 %	3.3 %
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	13.1	14.6	14.1	14.9	14.0	17.5	8.7
-1m	-5.4 %	-3.1 %	-2.9 %	-1.7 %	-1.3 %	2.0 %	7.8 %
ytd	-7.5 %	-6.4 %	-3.0 %	-4.6 %	-0.7 %	-16.8 %	-6.1 %

Grafik 19: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)\*

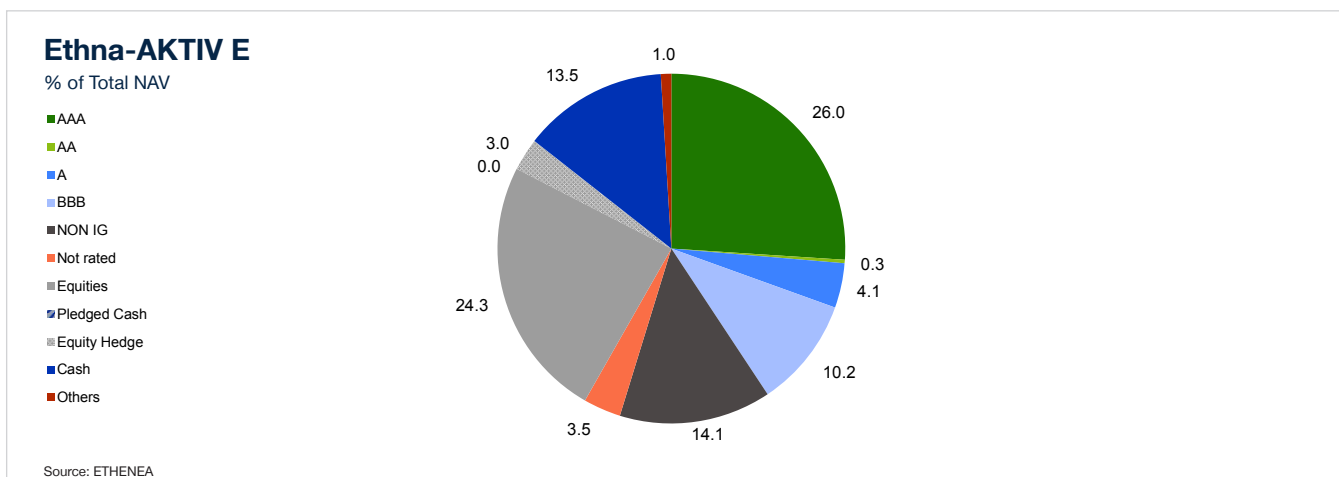
Weitere Detailinformationen finden Sie unter [diesem Link](#).

Date	Fund	Yield p. a.	Rating is between		Mod. duration	Current yield p. a.	Mod. duration -bonds only-
31/07/2014	Ethna-AKTIV E	3.50 %	A	A+	4.74	3.87 %	4.69
31/07/2014	Ethna-GLOBAL Defensiv	2.45 %	AA-	AA	5.14	2.80 %	5.14
31/07/2014	Ethna-GLOBAL Dynamisch	3.22 %	A	A+	5.33	3.59 %	5.33

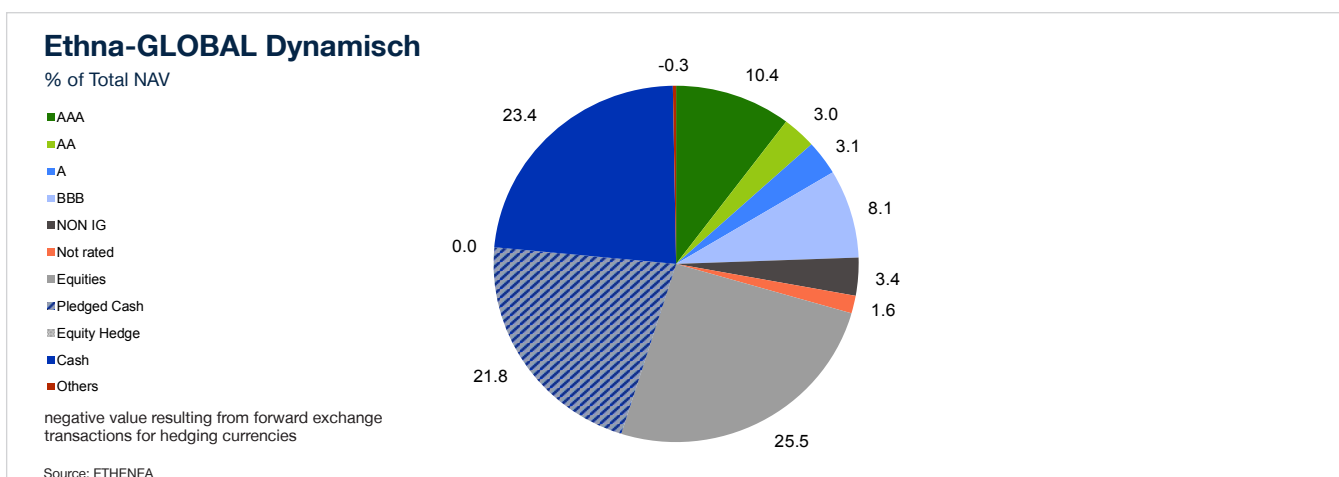
Grafik 20: Kennzahlen der Ethna Fonds zum Monatsende\*



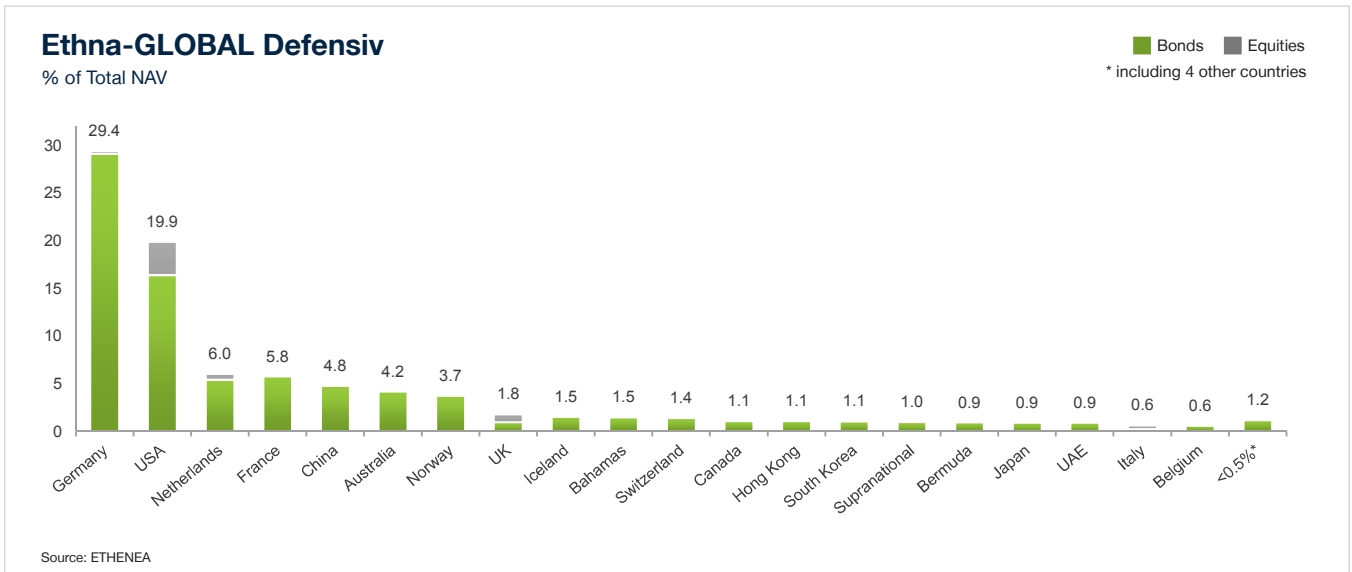
Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating\*



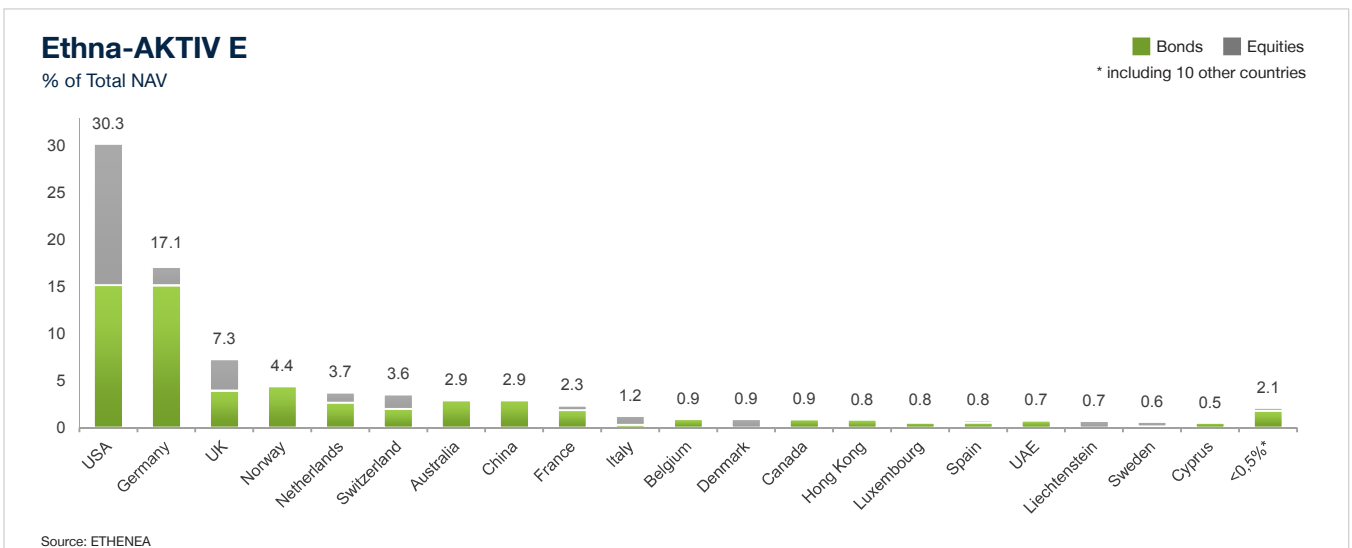
Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating\*



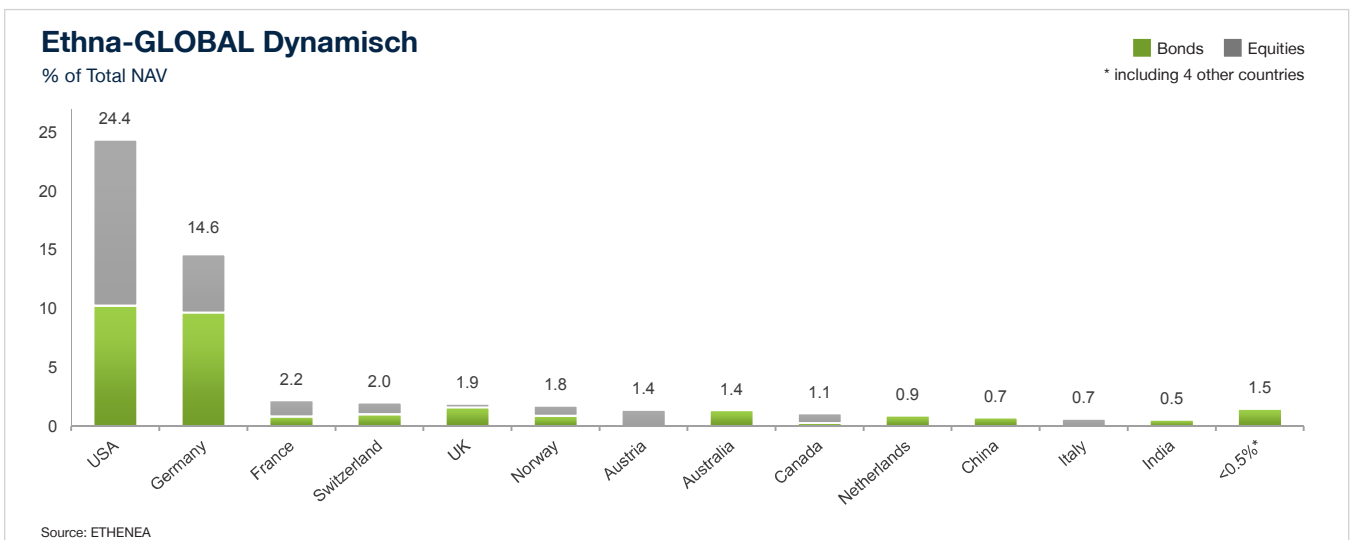
Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating\*



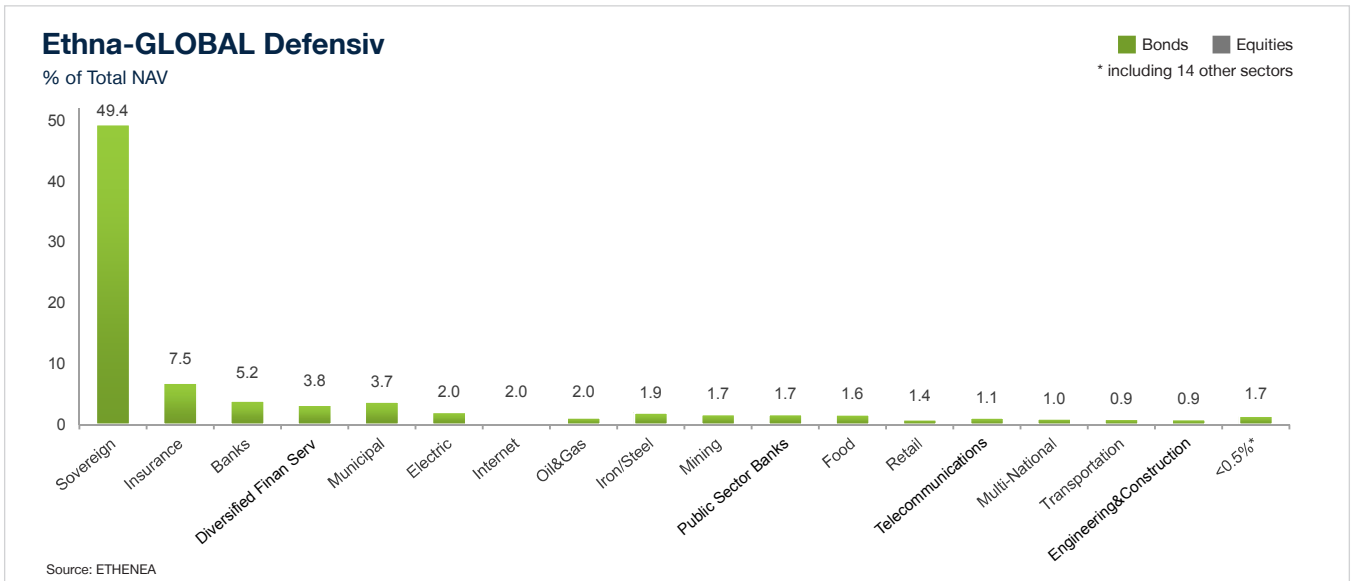
Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft\*



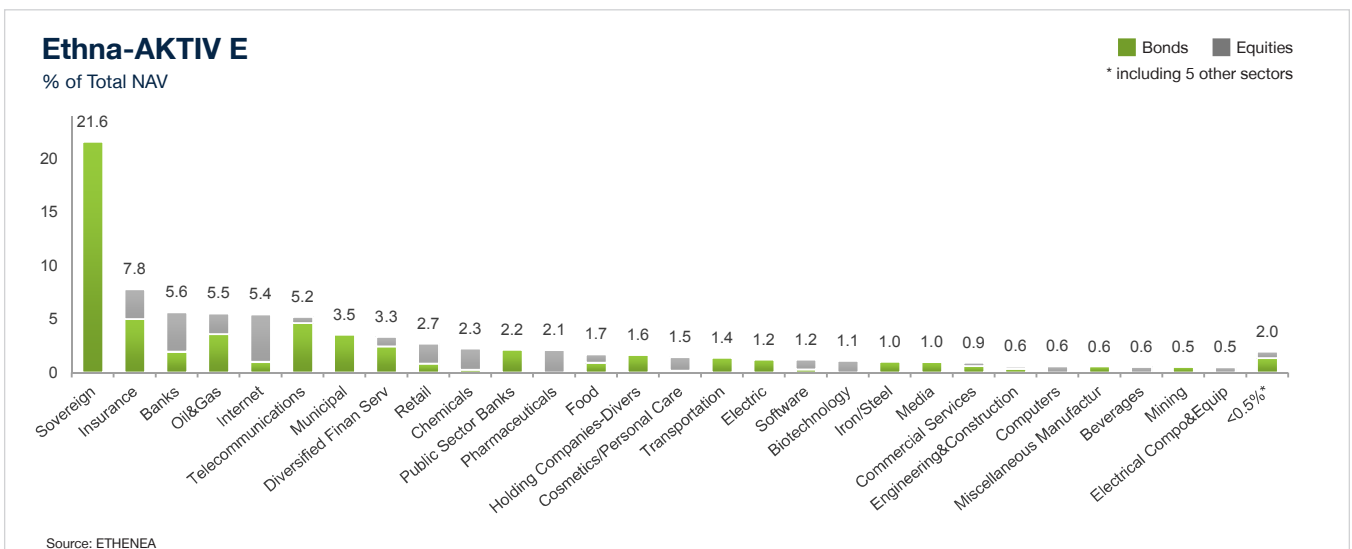
Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft\*



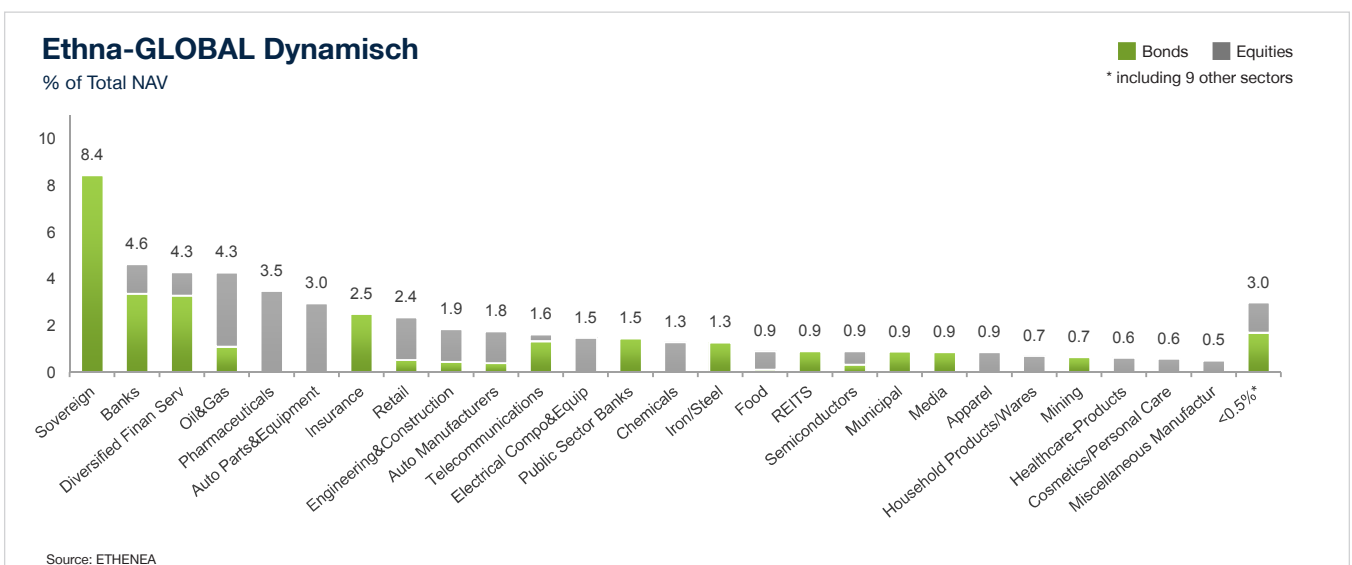
Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft\*



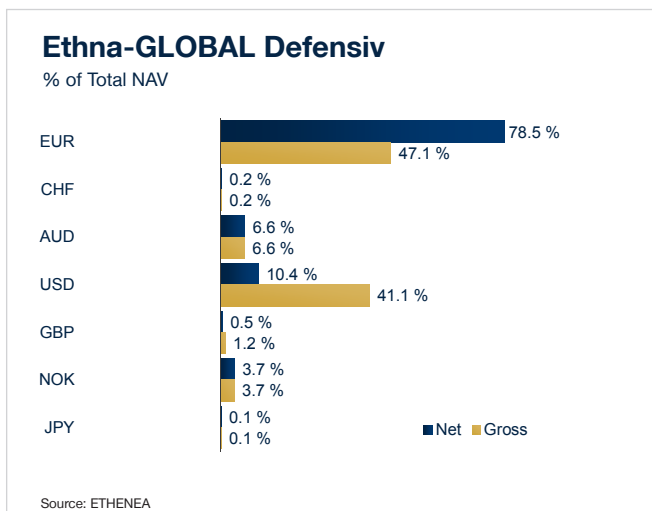
Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Branche\*



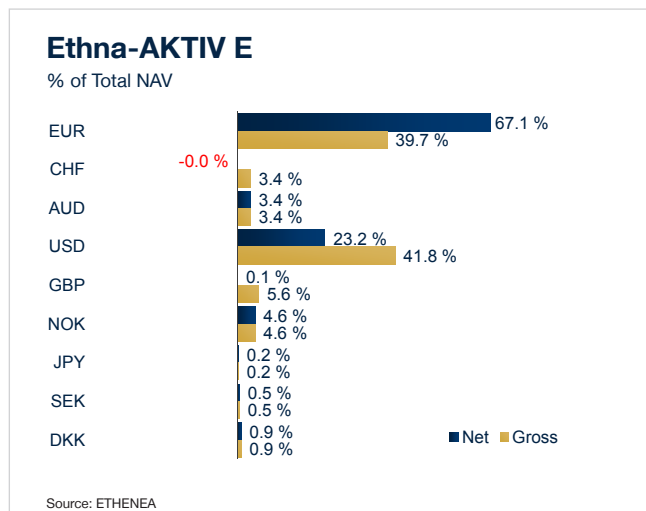
Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Branche\*



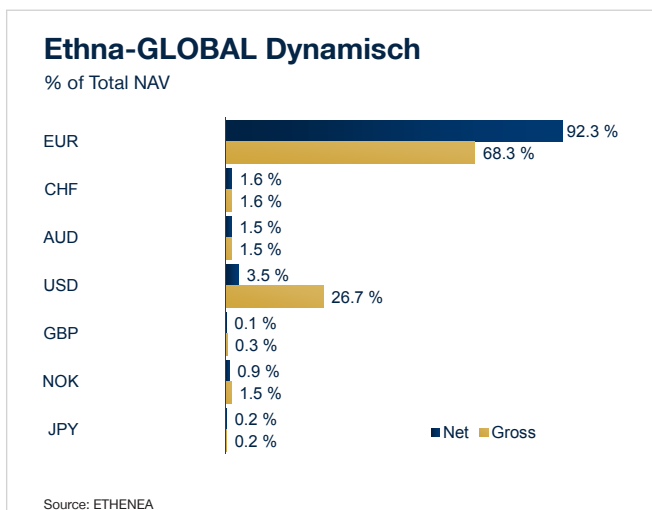
Grafik 29: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Branche\*



Grafik 30: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen\*



Grafik 31: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen\*



Grafik 32: 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, 31.07.2014.