

MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

Investoren-Limbo – How low can you go?



Die Finanzmärkte befinden sich im Bann der Zentralbankmaßnahmen. Das stagnierende Wirtschaftswachstum, die niedrige Inflation und die fallenden Zinsen beeinflussen das Renditeniveau. Werden die Märkte die Renditelatte noch tiefer legen?

Der karibische Tanz Limbo wird den meisten von uns schon einmal begegnet sein, allerdings wohl eher auf ernüchternde Weise: mit einem Sieg der Schwerkraft. Als Nichtakrobaten bzw. Normalsterbliche ist es uns nicht vergönnt, unter einer 21,5 Zentimeter hohen Stange durchzurobben, wie es die „Königin des Limbos“ Shemika Charles bei ihrem Weltrekord fertigbrachte. Im Falle des Autors wäre allein der Durchmesser seines Körpers an bestimmten unvoreilhaftigen Stellen größer.

Der vergangene Monat August hingegen hat uns in vielen Dingen Limbo tanzen lassen. So lagen die Temperaturen im vermeintlichen Hochsommer-Monat vielerorts tiefer als an einigen Heiligabend der Vergangenheit. Die Popularität von russischer Borschtsch-Suppe dürfte außerhalb Russlands auch auf einen neuen Tiefpunkt gefallen sein. Zu guter Letzt war die Popularität der FDP in Deutschland noch nie so tief wie bei den vergangenen Landtagswahlen in Sachsen. Dass eine „Ich-bin-dagegen“-Partei wie die AfD (*Alternative für Deutschland*) aus dem Stand 10 % der Wähler beeindruckt, macht

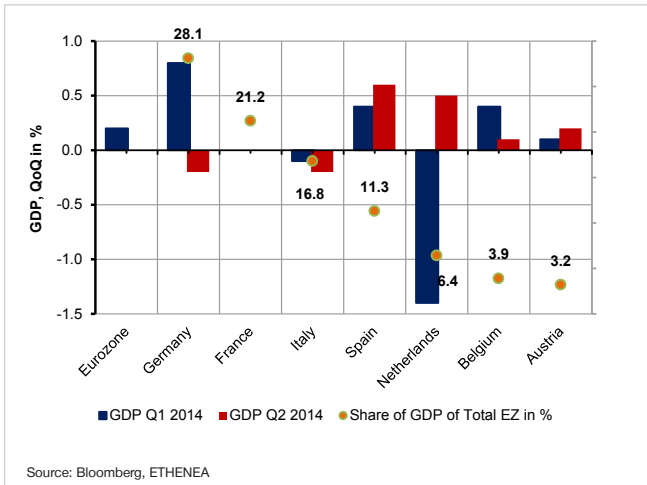
das Abschneiden der Liberalen nur umso bitterer (doch das ist eine persönliche Meinung des Autors). Doch genug davon.

Der Markt fordert seinerseits die Bondinvestoren schon seit geraumer Zeit zum Limbo-Tanz. Von Monat zu Monat wird die Renditelatte tiefer gelegt, aktuell im Fall von 10-jährigen Bunds auf 0,88 %. Nur die Investoren der japanischen JGBs (*Japanese Government Bonds*) und die der schweizerischen Staatsanleihen müssen sich noch mehr krummlegen, auf aktuell unter 0,5 %. Historische Tiefststände.

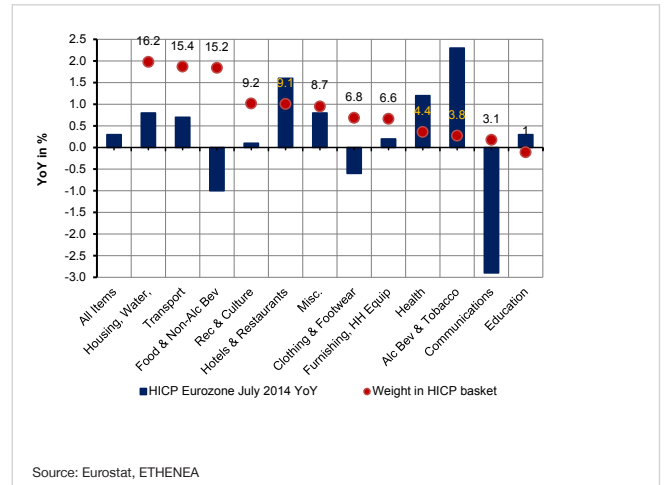
Über die vielfältigen Gründe haben wir schon häufig berichtet. Die geopolitischen Risiken haben sich leider in keinsten Weise so entwickelt wie erhofft. Im Gegenteil: Die Ost-Ukraine gerät immer tiefer in einen bewaffneten Konflikt. Längst vergessene Vokabeln wie *Ost-* und *Westblock* oder auch *Kalter Krieg* gewinnen stetig an Popularität. Aussagen des russischen Präsidenten Putin zu Visionen von *Neurussland*¹ zaubern auch kein Lächeln auf das Gesicht des Autors, sondern erinnern ihn eher

¹ Laut Wikipedia übrigens „ein historisches Gebiet, das vor allem den Süden der heutigen Ukraine mit dem historischen Gebiet Bessarabien, teilweise auch die Ostukraine sowie Teile Südrusslands umfasst, die am Asowschen und am Schwarzen Meer liegen“. Quelle: <http://de.wikipedia.org/wiki/Neurussland>





Grafik 1: Bruttoinlandsproduktveränderungen, jeweils gegenüber dem Vorquartal in Prozent, sowie Anteil der jeweiligen Volkswirtschaft an der Eurozonen-Wertschöpfung*



Grafik 2: Eurozonen-Inflation und deren Komposition*

an unlängst vergangene Zeiten. Deutsche Waffenlieferungen an Kurden, sanktioniert von einer schwarz-roten Bundesregierung, und nicht etwa von erzkonservativen Kräften des militärisch-industriellen Komplexes, lassen auch im Irak nicht auf eine Deeskalation hoffen. Wohin man schaut, haben sich die Krisen des Jahres verschärft.

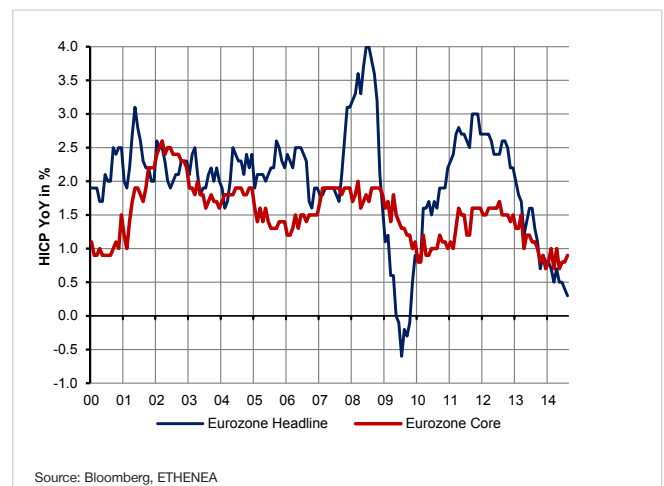
Damit einhergehend sollte eine verstärkte Nachfrage nach vermeintlich sicheren Anlagen wie beispielsweise Bundesanleihen aufkommen. Im gleichen Maße sollte im Gegenzug die Nachfrage nach riskanteren Produkten rückläufig sein. Weit gefehlt. Die Aktienmärkte sind auf breiter Front im Monatsplus und die Kreditmärkte haben sich von ihrer Schwäche erholt, sodass der Verweis auf die Geopolitik für die Renditeentwicklung der europäischen Anleihemärkte nicht zu stimmen scheint.

Für die Richtung der Märkte müssen also andere Kräfte entscheidend sein. Einen Hinweis hierauf sollten die Grafiken 1 und 2 liefern. Erstere zeigt die ungünstige Wachstumsdynamik der europäischen Volkswirtschaften. Während die Eurozone im ersten Quartal noch mit 0,2% wuchs, stagnierte sie in Q2. Die deutsche Wirtschaft schrumpfte sogar um 0,2%. Frankreich und Italien standen auch nicht besser da, sodass circa 65% der Eurozone negative Wachstumsraten verzeichneten. Gleichzeitig sank die Inflationsrate auf den neuen Tiefpunkt 0,4%, weit entfernt von der angestrebten Zielgröße von 2%. Grafik 2 zeigt die Zusammensetzung der Preisänderungsrate auf Komponentenebene. Hier wird deutlich, welchem Dilemma die Europäische Zentralbank (EZB) gegenübersteht. Nur wenige der Komponenten sind zinselastisch. Das bedeutet, dass das Zinsniveau, welches durch die EZB festgelegt werden kann, nur einen sehr beschränkten Einfluss auf diese Preiskomponenten hat. Mit anderen Worten: Falls – oder besser: wenn – die EZB Maßnahmen ergreifen sollte, deren Einfluss für die wirtschaftliche Entwicklung sowie für die Preisveränderung spürbar sind, dann müssen diese Maßnahmen gleichsam

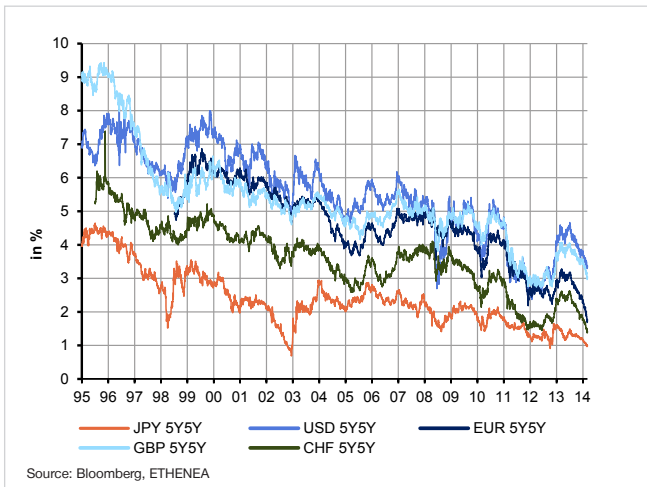
der sprichwörtlichen *Bazooka* sein. Hier liegt auch offenbar der Hase im Pfeffer begraben. Die Kapitalmärkte vertrauen (wieder einmal) auf die Allmacht der Zentralbanken. Durch die Antizipation der Märkte werden genau diese Erwartungen zur selbsterfüllenden Prophezeiung und wir bekommen eine Erklärung dafür, warum sich die gesamten Märkte, ob mit oder ohne Risiko, nach oben bewegen.

Die Gefahr einer Überbewertung bzw. Überhitzung eines von Spekulationen auf Zentralbankmaßnahmen getriebenen Marktes und die damit einhergehende mögliche Korrektur bei einer Enttäuschung sind hoch. Wir haben uns daher entschieden, vorzeitig Gewinne zu realisieren und haben die Duration unserer Fonds signifikant reduziert. Doch mehr dazu später.

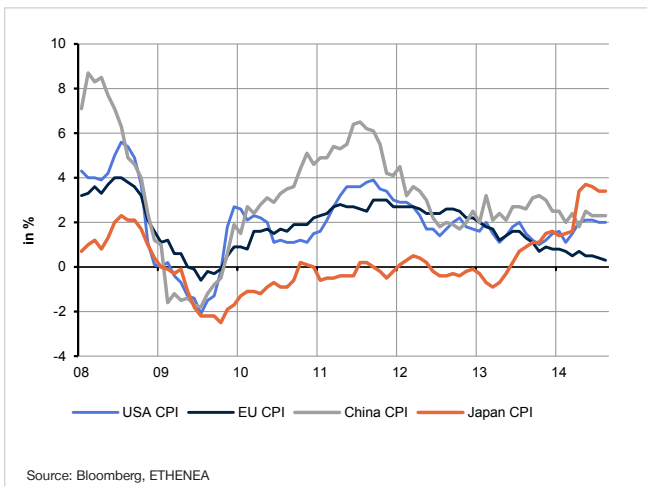
Wenden wir uns im Folgenden noch einmal der Inflationsentwicklung zu. Grafik 3 zeigt, dass die Kerninflation



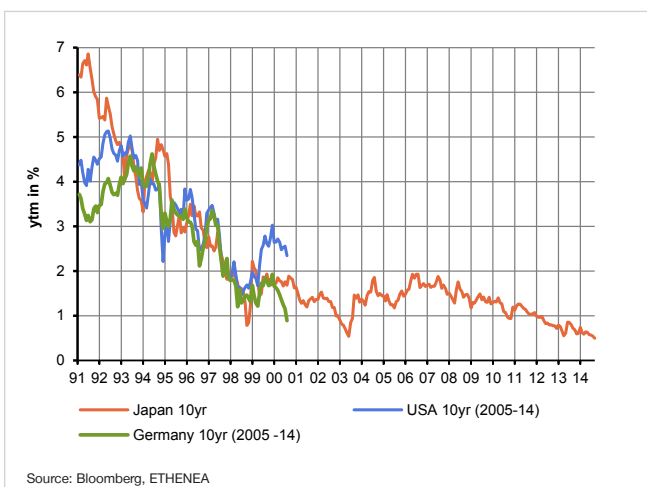
Grafik 3: Entwicklung der Inflationsrate und Kerninflation der Eurozone*



Grafik 4: Entwicklung des 5-jährigen Forward-Zinsswaps verschiedener Währungen



Grafik 5: Entwicklung der Konsumentenpreisraten



Grafik 6: Entwicklung der japanischen 10-Jahres-Renditen seit 1991 und die um 14 Jahre nach hinten verschobene Entwicklung der deutschen und amerikanischen Renditen

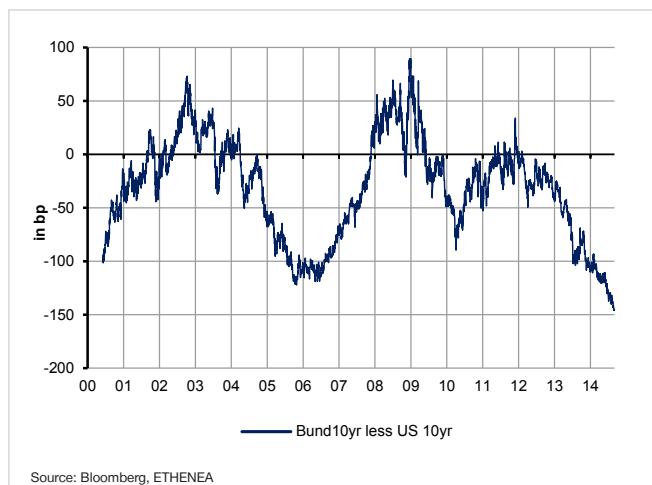
rate² weiterhin unterhalb von 1 % liegt, während sich die sogenannte Headline-Inflation³ dramatisch der 0 %-Linie nähert. Hier allerdings von Deflation zu reden, erscheint etwas verfrüht. Des Weiteren sind Preisrückgänge in Ländern wie Spanien, Italien, Portugal, Griechenland und Irland auch durchaus wünschenswert, um die mit Einführung des Euros entstandenen Ungleichgewichte zumindest teilweise zurückzuführen. Allerdings zeigte die EZB sich auf der letzten Pressekonferenz besorgt und verwies auf die Entwicklung des aktuellen 5-jährigen Zinsswap-Satzes für 2019 (Grafik 4), der seit kurzem unter die 2 %-Marke gefallen ist. Obwohl es keinen direkten kalkulatorischen Zusammenhang zwischen Inflationserwartungen und sogenannten Forward-Zinssätzen gibt, ist der Zusammenhang eindeutig: je niedriger die Forward-Zinssätze desto niedriger die Inflationserwartungen. Grafik 4 zeigt, dass die Forward-Zinssätze in den fünf großen Währungsblöcken seit Mitte der 90er-Jahre rückläufig sind. Das steht sicherlich zum einen in Zusammenhang mit den insgesamt fallenden Zinsen, zum anderen allerdings sicher auch mit den gesunkenen Inflationserwartungen der Märkte. Das Gespenst der Inflation scheint in den Augen der Märkte gebannt – ob zu Recht, wird erst die Zukunft zeigen. Aktuell müssen wir uns offenbar eher mit dem Gedanken an zu geringe Preissteigerungen auseinandersetzen. Ausgerechnet Japan hat jedoch mit dem *Ketchup-Flaschen-Phänomen*⁴ zu kämpfen (Grafik 5). Wir erinnern uns, dass *Abenomics*, also massives *Quantitative Easing* (QE, Quantitative Lockerung), Japans Inflationsrate aus dem Deflationskeller hieven sollte. Es scheint geklappt zu haben, möglicherweise sogar zu gut. Japan verzeichnet mittlerweile die höchste Inflationsrate der G10 mit 3,4 % Jahresänderungsrate. Ist das nun der Flaschengeist Genie (oder Dschinn), der befreit wurde? Wir werden das weiter beobachten – und sind uns sicher, dass auch die Zentralbanker der Welt die japanische Preisentwicklung äußerst engmaschig verfolgen und daraus möglicherweise Lehren für die eigene Geldpolitik ziehen werden.

Der japanische Anleihemarkt dient schon lange als mögliches Rollenbeispiel für die Entwicklung der globalen Anleihemärkte. Auch wir schrieben bereits vor vier Jahren über eine mögliche *Japanifizierung* des europäischen Marktes, also niedrige bis zum Teil negative Inflationsraten mit den entsprechenden Folgen für das Renditeniveau insgesamt. Grafik 6 zeigt den altbekannten und von uns häufig verwendeten Chart der um 14 Jahre nach links verschobenen Renditen der Bunds und Treasuries, übereinandergelegt auf den Verlauf der JGB-Renditen ab 1991. Man muss keine tiefgehende Analyse betreiben, um hier Parallelen im Verlauf der Kurven zu erkennen. Ohne jegliche Prognosekompetenz kann man problemlos feststellen, dass das erreichte Renditeniveau der Bundesanleihen nicht unbedingt von kurzer Dauer sein muss, sondern noch viele Jahre andauern könnte. Gerade das Dahindümpeln des

² Inflationsrate ohne Lebensmittel und Energie

³ Tatsächliche Inflation ohne Bereinigungen und Adjustierungen

⁴ Bezieht sich auf das Phänomen, dass Ketchup gerne in der Flasche kleben bleibt und erst Schläge auf den Flaschenboden oder heftiges Schütteln der Flasche selbst dazu führen, dass der Inhalt entweicht. Mit dem Ergebnis, dass die Soße oft wie ein Sturzbach herausschießt und der Konsument mehr bekommt, als er eigentlich wollte. Auf ähnliche Weise wie Ketchup aus der Flasche ist das Preisniveau in Japan plötzlich in die Höhe geschossen.



Grafik 7: Zinsspread zwischen 10-jährigen Bundesanleihen und 10-jährigen Treasury-Anleihen

europäischen Wirtschaftswachstums mit sehr niedrigen Inflationsraten könnte diesen Zustand noch unterstützen. *Too late too little*, wie die Geldpolitik der Bank of Japan der 90er-Jahre, sollte nicht das Credo der EZB werden. Darauf scheint auch der Kapitalmarkt zu spekulieren, mit den zu beobachtenden Folgen für die Bewertung von Risiko-Assets.

Ein kurzer Blick auf Grafik 7 zeigt, dass das Rekordniveau der Renditedifferenz zwischen den USA und Deutschland bei mittlerweile 150 Basispunkten liegt. Wir fanden USD-Anlagen schon bei 1 % Pickup interessant. USD-Anleihen bei 1,5 % Pickup finden wir allerdings noch interessanter, zumal

Es folgt ein Exkurs unserer Aktienanalysten.

Ist die Equity-Bewertung des US-amerikanischen Biotechnologiesektors bereits ausgereizt? Die US-Notenbank sagt: „Ja.“. Der Markt antwortet: „Wirklich?“

Im Zusammenhang mit dem jüngsten Auf und Ab (eine rasche Talfahrt, zumindest für den europäischen Markt, gefolgt von einem starken Aufwärtstrend) dachten wir, dass einige Fakten und Beobachtungen aus einem bestimmten Bereich des Aktienmarktes in diesem Zeitraum für unsere Leser interessant sein könnten. Die Rede ist vom US-amerikanischen Biotechnologiesektor.

Gehen wir zurück zum Beginn des Sommers, genauer gesagt zum 15. Juli.

An diesem Tag startete die Präsidentin der US-Notenbank Janet L. Yellen zwei Anhörungen vor den Ausschüssen des Senats und des Repräsentantenhauses, die man auch als *Humphrey-Hawkins-Testimony* kennt.



Grafik 8: Wechselkursänderung von EURUSD*

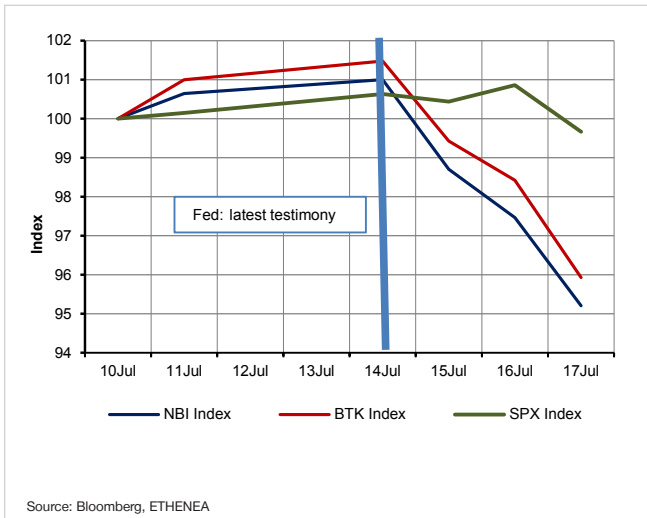
der Wechselkurs sich im August zugunsten des US-Dollars entwickelt hat (Grafik 8).

Wir erwarten weiterhin volatile Zeiten an den Kapitalmärkten und insgesamt dauerhaft niedrige Renditeniveaus. Ob die Risiko-Assets wie Unternehmensanleihen und Aktien auf dem aktuellen sportlichen Bewertungsniveau verbleiben können, wird in erster Linie von den Zentralbanken abhängig sein. In jedem Fall sollten zumindest Anleiheinvestoren ihre Flexibilität im Rücken erhöhen, denn die Märkte werden wohl die Renditelatte passend zum Limbo-Tanz weiterhin niedrig halten.

Zur Erklärung: Gemäß dem US-amerikanischen Gesetz zur Vollbeschäftigung und zum ausgewogenen Wachstum von 1978 (auch Humphrey-Hawkins Act genannt) ist die US-Notenbank verpflichtet, dem US-Kongress bis zum 20. Februar und 20. Juli eines jeden Jahres einen Wirtschaftsbericht vorzulegen. Nach Vorlage des Berichts wird üblicherweise der Präsident (derzeit eine Präsidentin) der US-Notenbank dazu aufgerufen, vor den Ausschüssen des Senats und des Repräsentantenhauses Zeugnis abzulegen.

Nun war ein interessanter Punkt (oder sollen wir sagen: eine Neuheit?) des letzten Sommerberichts, welcher (bzw. welche) die auf Aktien fokussierte Aufmerksamkeit Ihres bescheidenen Autors auf sich zog, auf Seite 20 des begleitenden Geldpolitikberichts regelrecht „begraben“: (Hervorhebung durch den Autor):

„Einige breit angelegte Aktienindizes sind seit Ende 2013 auf neue nominale Höchststände angestiegen. Allerdings lagen die Bewertungsmaßnahmen für den Gesamtmarkt Anfang Juli nicht großartig über ihren historischen Durchschnittswerten, was darauf hindeutet, dass Investoren in Bezug auf Aktien nicht übermäßig optimistisch sind. Dennoch erscheinen die Be-



Grafik 9: Marktentwicklung der Aktienindizes vor und nach dem Humphrey-Hawkins-Testimony

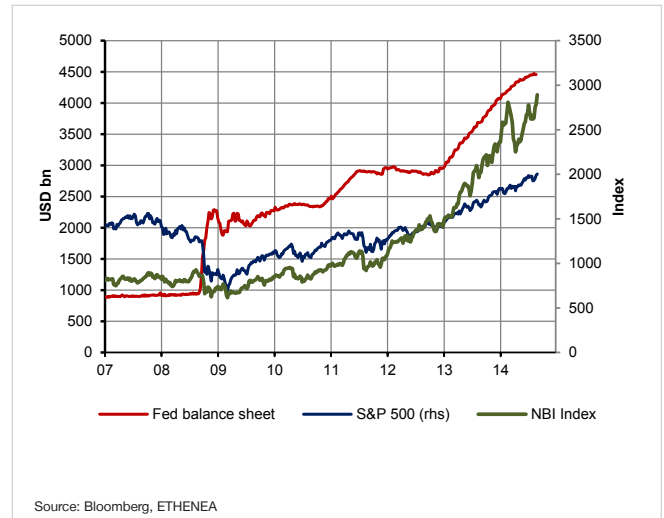
wertungskennzahlen in einigen Sektoren erheblich gespannt – besonders solche für kleinere Firmen der Social-Media- und Biotechnologie-Branche, und das trotz eines merklichen Rückgangs der Aktienkurse derartiger Firmen am Anfang des Jahres.“⁵

Da es sich hierbei um keine zufälligen Bewertungen seitens eines unwichtigen Finanzanalytikers einer drittklassigen Wall-Street-Investmentfirma, sondern um Kommentare des meistbeachteten und wahrscheinlich (immer noch) meist-respektierten Finanzinstituts der Welt handelte, gab es eine sofortige Reaktion vonseiten des Aktienmarktes und der von der Fed besonders herausgegriffenen Sektoren.

Im Rahmen dieses Essays konzentrieren wir uns auf den US-amerikanischen Biotechnologiesektor (*Biotechs*). Grafik 9 zeigt uns die Entwicklung der zwei wichtigsten Indizes dieses Sektors – den NASDAQ Biotechnology Index (NBI) und den NYSE Arca Biotechnology Index (BTK) – sowie die des breiter angelegten US-Marktindex S&P 500 als Referenz.

Es gibt ein sehr berühmtes Zitat des kürzlich verstorbenen US-amerikanischen Gelehrten und Finanzanalytikers Benjamin Graham, weithin als Vater des Value Investing bekannt, welches auf sehr praktische Weise den Grundgedanken dieses Beitrags zusammenfasst: „Auf kurze Sicht ist der Markt wie ein Stimmabgabegerät, aber auf lange Sicht ist er eine Waage.“ Fangen wir also mit einem Blick auf die Stimmabgaben des Marktes rund um den 15. Juli an, genauer gesagt mit einem Blick auf die Biotech-Aktien.

Grafik 9 zeigt eindeutig (das müssen wir fairerweise zugeben), dass der 15. Juli mit einem klaren Ergebnis begann, welches



Grafik 10: Aktienindizes und Bilanzsumme der US-Notenbank

sich auch noch an den zwei darauffolgenden Tagen hielt: Die Fed hat Recht.

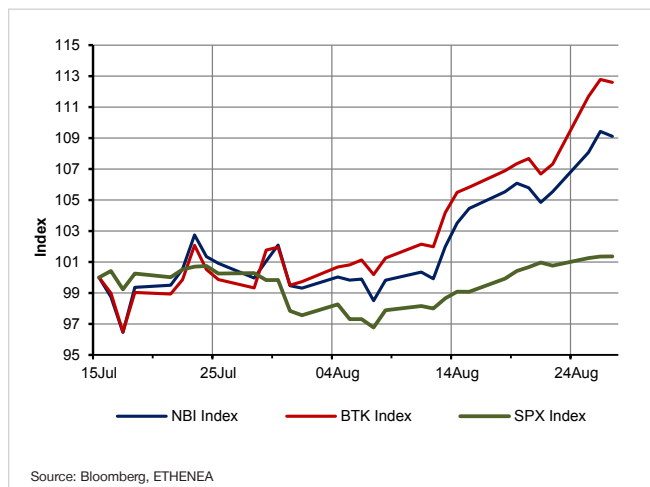
Doch, um ganz ehrlich zu sein, lag an diesem 15. Juli und in den folgenden Tagen ein seltsames Gefühl von Unbehagen (Gleiches empfand auch der Autor) in der finanziellen Berichterstattung der Medien und den Gesprächen der Finanzmarktteilnehmer in der Luft und es gab Diskussionen, warum und in welcher Funktion die Mitarbeiter der US-Notenbank entschieden hatten, sich auf detaillierte Punkte wie Aktienmarktbewertungen sehr spezifischer Sektoren zu konzentrieren.

Wir entschieden uns daraufhin, unter Berücksichtigung des Zitats von Benjamin Graham, für unsere Leser drei Tatsachen zusammenzustellen, mit denen sich die bisherige Entwicklung des Aktienmarktes und insbesondere die Behandlung des US-amerikanischen Biotechnologiesektors deutlich herausstellen lassen (sie entspricht der Funktion als Waage, die vielleicht etwas durchdachter und ausgewogener als ein reiner Wahlimpuls zu einem bestimmten Zeitpunkt ist).

Schauen wir uns Tatsache Nummer 1 an. Grafik 10 zeigt uns, wie sich sowohl der S&P 500 als auch die Fed-Bilanz seit der Finanzkrise von 2008 weiterentwickelt haben. Welche Ansicht man auch vertritt, wenn es um die Widerspiegelung des Aufwärtstrends des S&P 500 in der tatsächlichen Gesundheit der US-Wirtschaft geht: Es ist schwierig, einen großen Zusammenhang (einige Kommentatoren, oder auch Schwarzmalerei, mögen ihn als „störend“ bezeichnen) zwischen diesen beiden Datenreihen zu bestreiten.

Mit Social-Media- und Biotechnologie-Unternehmen als größtem Beta-Teil des Aktienmarktes in der jüngsten Ver-

⁵ Quelle: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20140715_mprfullreport.pdf



Grafik 11: Marktentwicklung der Aktienindizes

gangenheit wäre es folglich fast unmöglich, keinen großen Zusammenhang zwischen den dortigen Entwicklungen und der Fed-Bilanz festzustellen (schauen Sie sich nur den NBI-Index-Verlauf in Grafik 11 an).

Diese einfache Tatsache lindert das Unbehagen hinsichtlich der Fed-Kommentare zu absoluten Indexständen bzw. Bewertungen des Aktienmarktes nicht wirklich: Darf Dr. Jekyll sich beschweren, wenn er Mr. Hyde doch selbst geschaffen hat?

Jetzt zu Tatsache Nummer 2. An Grafik 11 lässt sich ablesen, wie der Markt den US-amerikanischen Biotechnologiesektor seit Veröffentlichung des Fed-Berichts im Juli behandelt hat. Die Botschaft ist für alle klar: Seit dem 17. Juli hat der US-amerikanische Biotechnologiesektor den breiten Markt um Längen überflügelt (etwa um 10 %). Das ist eine Tatsache.

Und diese Beobachtung ist umso beeindruckender, wenn man bedenkt, dass all dies während eines heißen Aktiensommers (heiß im Sinne von aufregend, mit Temperaturen hat dies nichts zu tun) auf beiden Seiten des Atlantiks geschah – der für die Europäer zugegebenermaßen sogar noch heftiger ausfiel als bei den Amerikanern. Noch dazu geschah es vor dem Hintergrund neuer geopolitischer Risiken und Sorgen über die Normalisierung der Geldpolitik der US-Notenbank (schon wieder diese Fed ...) und schließlich der Stagnation europäischer Wirtschaftsindikatoren.

Zu guter Letzt kommen wir zu Tatsache Nummer 3. Am Montag, den 25. August, entschied eines der wichtigsten, innovativsten und angesehensten Pharmaunternehmen der Welt, Roche, die Übernahme von InterMune Inc bekannt zu geben, einem US-amerikanischen Biotechnologieunternehmen, das auf die Herstellung von Arzneimitteln für seltene Krankheiten spezialisiert ist. Der Kaufpreis: 8,3 Mrd. US-Dollar, alles in bar zu zahlen. Dieser Preis entsprach beeindruckenden 38 % im Vergleich zu seinem Vortagesschlusskurs sowie einer Prämie

von 63 %, verglichen mit seinem letzten, störungsfreien Preis vom 12. August, als die ersten Pressegerüchte bezüglich der Übernahme in Umlauf kamen.

Teuer, dieser Biotechnologiesektor, oder nicht?

Es sieht so aus, als wäre InterMune nicht zu teuer für einen der cleversten Insider der Pharmaindustrie. Vielmehr sollte man, mit Blick auf solche Branchen wie den Biotechnologiesektor, wirklich darauf achten, welche Annahmen den verschiedenen Bewertungsmodellen zugrunde gelegt werden.

InterMune ist ein Pharmaunternehmen mit nur einem Medikament, das derzeit noch auf Genehmigungen für den US-Markt wartet, die im November vorliegen sollen. Als ein gutgehendes, eigenständiges Unternehmen mit eigenen Marketing- und Vertriebsmitarbeitern, Forschungs- und Entwicklungskosten, eigenen Finanzierungsbedingungen, usw. hätte es nach gewissen Finanzmaßstäben kostspielig sein können. Für ein Unternehmen wie Roche war der Kauf jedoch tatsächlich finanziell und strategisch klug, auch wenn man nicht unbedingt von einem Schnäppchen sprechen kann. Aber was ist das schon, gemessen an einer Prämie von 63 %? Strategisch gesehen, passen die Arzneimittel von InterMune perfekt zur Produktpalette von Roche (Atemwegsprodukte). Von einem finanziellen Standpunkt aus – unter der Voraussetzung, dass Roche wahrscheinlich in der Lage sein wird, zwischen 30 % und 50 % (den vorteilhaftesten Schätzungen nach) von InterMunes Betriebskosten (Forschungs- und Entwicklungs- sowie Vertriebs- und Marketingsynergien) zu sparen – stellt sich die gesamte Übernahme als positive Steigerung der zukünftigen Erträge von Roche in Höhe von 3 % bis 5 % im Jahr 2016 heraus.

Zwei Monate sind nicht das, was wir als einen langfristigen Investmenthorizont bezeichnen können und es ist noch zu früh, der Fed diese Equity-Bewertung vorzuwerfen. Dennoch möchten wir diese einfachen Tatsachen mit Ihnen teilen, die zumindest die eindeutig interessantesten sind. Es passiert nicht jeden Tag, dass der US-Notenbank vom Markt widersprochen wird: Jeder Marktteilnehmer musste sich doch schon zumindest einmal, wenn auch nur zeitweise, der Tatsache stellen, mindestens eine falsche Handels- oder Marktentscheidung getroffen zu haben. Mit diesem speziellen Beispiel kann jeder Leser beim Abendessen unter Freunden glänzen.

Jedoch kann dadurch auch folgende Frage aufgeworfen werden: Sollte sich die US-Notenbank auf dieses Kommunikationstraining hinsichtlich der Bewertungen spezifischer Marktbereiche einlassen und was kann sie wirklich dabei gewinnen? Untergräbt sie damit letztlich nur ihre überaus gewichtige Glaubwürdigkeit?

Doch das ist ein Thema für ein anderes Forum und auf jeden Fall für einen anderen Autor.

Positionierung der Ethna Funds

Ethna-GLOBAL Defensiv

Im Zuge der geopolitischen Risiken und angesichts der aktuellen Geldpolitik bzw. der Kommunikation der Zentralbanken legten die Anleihemärkte deutlich zu. Nach genauerer Analyse entschieden wir uns dazu, Gewinne mitzunehmen und zu realisieren, weshalb wir viele langläufige Staatsanleihen verkauften. Entsprechend stieg die Cash-Quote an, während sich das durchschnittliche Rating um einen Notch verschlechterte, jedoch mit A+ bis AA- weiterhin sehr risikoarm aufgestellt bleibt. Auch sank durch diese Adjustierung die Modified Duration. Zusätzlich wurden Bund-Futures und Treasury-Futures verkauft, um die Duration noch etwas weiter zu reduzieren, auf 2,76 zum Ultimo. Durch diese Anpassungen ist das Portfolio nun in der Lage, neben den aktuellen Unsicherheiten eine risikoarme Anlagemöglichkeit zu bieten sowie stärkere Zinsbewegungen abzufedern.

Wie im Vormonat wurde die Netto-Aktienquote weiter stark reduziert, auf nur mehr 2,5%. Verkauft wurden aufgrund des eingetrübten Ausblicks Banken sowie Unternehmen aus dem Technologiesektor, um nach guter Entwicklung Gewinne zu realisieren.

Durch die Verkäufe auf der Anleihe- und Aktienseite stieg die Netto-Cash-Quote kurzfristig auf knapp über 26% an, insbesondere durch die Realisierung von Gewinnen auf der Anleihe- und Aktienseite. Auch wenn wir Cash als aktives Instrument einsetzen, um die Volatilität und das Risiko gezielter zu steuern, wird die Quote im Zuge einer Normalisierung bzw. beim Auftreten attraktiver Opportunitäten wieder reduziert. Auf der Währungsseite wurden das AUD- und das NOK-Exposure um 2,4 bis 2,5% reduziert. Beide Währungen performten gegenüber dem EUR über die letzten Monate sehr gut, weshalb wir uns dazu entschlossen, hier Gewinne zu realisieren.

Ethna-AKTIV E

Die anhaltenden geopolitischen Risiken veranlassten uns dazu, unser Bondportfolio weiter zu adjustieren, um die Volatilität und die Risiken für das Gesamtportfolio zu minimieren. So wurde der Bestand an AAA-Anleihen weiter um über 6% erhöht, wobei das durchschnittliche Rating aufgrund der bereits defensiven Ausrichtung des Portfolios unverändert zwischen A und A+ blieb. Die Modified Duration wurde aus taktischen Gründen durch den Verkauf von Bund-Futures auf 4,4 zum Ultimo reduziert. Insbesondere in Folge der Rede von Mario Draghi in Jackson Hole erscheinen die Märkte unserer Einschätzung nach zu optimistisch bezüglich einer QE-Ankündigung in der nächsten EZB-Sitzung. Des Weiteren wurden nach

der starken Performance der Anleihemärkte einzelne Positionen geschlossen, um Gewinne zu realisieren, nachdem diese unserer Erwartung nach zu teuer geworden waren.

Auf der Aktienseite wurde das Exposure analog reduziert, um den nach wie vor großen geopolitischen und ökonomischen Risiken Rechnung zu tragen. Die Netto-Aktienquote des Ethna-AKTIV E lag Ende des Monats noch bei 19,7%. Auf Sektorebene haben wir wie im Vormonat das Exposure im frühzyklischen Bankenbereich weiter abgebaut. Das Umfeld für Finanzinstitute wird in den nächsten Monaten schwierig bleiben und Nachrichten von weiteren Bußen und einer schleppenden wirtschaftlichen Erholung werden das Bild beherrschen. Die gute Entwicklung in den Technologieaktien, vor allem in den USA, haben wir genutzt, um Gewinne mitzunehmen. Zugekauft wurden defensive Werte im Öl-, Telekom- und Pharmasektor, welche in geringerem Maße als zyklische Werte von der unsicheren Konjunktur abhängig sind.

Während der Netto-Cash-Bestand quasi unverändert bleibt und uns in die Lage versetzt, kurzfristig zu reagieren, wurde der Anteil an NOK um 1,5% und jener an AUD um 1% reduziert. Insbesondere die norwegische Krone stieg in Folge sehr starker norwegischer BIP-Daten gegenüber dem Euro deutlich an, was wir zum Anlass nahmen, um Gewinne auf dieser Position zu realisieren.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Um den geopolitischen Unsicherheiten Rechnung zu tragen, wurde die Netto-Aktienquote des Ethna-GLOBAL Dynamisch im August weiter auf 44,1% reduziert. Verkauft haben wir Aktien im Bankensektor. Die Branche operiert weiterhin in einem schwierigen Umfeld und muss mit steigenden regulatorischen Hürden und einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld zurechtkommen. Ebenfalls stark reduziert wurde das Exposure bei den zyklischen Aktien von Autoherstellern und Zulieferern, um die wirtschaftlichen Risiken im Portfolio zu minimieren. Weiter zugekauft haben wir im US-Retailbereich, wo sich die Konsumentenstimmung im August weiter verbessert hat. Ebenfalls haben wir Zukäufe in spätzyklischen Ölak-tien getätigt. Dank reduzierter Investitionen in Projekte mit unsicherer Profitabilität wird sich die Cash-Flow-Generierung bei einigen Unternehmen in diesem Bereich im nächsten Jahr klar verbessern. Das erhöhte Exposure unter defensiven Gesundheitssektor macht das Portfolio weniger abhängig von der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung.

Die Bondquote blieb unverändert nahe der aktuellen strategischen Zielquote von 30 %. Mittelzuflüsse wurden in den Ausbau bestehender Positionen investiert. Entsprechend blieb das durchschnittliche Rating unverändert bei A bis A+, wodurch das Anleiheportfolio weiterhin in der Lage ist, die Gesamtvolatilität im Portfolio auf relativ niedrigem Niveau zu halten.

Auf der Währungsseite wurden analog zu den anderen Fonds das AUD- und das NOK-Exposure reduziert. Beide Währungen konnten über die letzten Monate aufgrund von starken makroökonomischen Daten an Wert zulegen. Daher haben wir uns dazu entschlossen, hier Gewinne zu realisieren und Volatilität aus dem Portfolio rauszunehmen.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	94.08	1.3145	1.20621	0.79262	136.75	1.4075	8.141	1.42803	2.8383	8.0825
-1m	-0.7%	-1.8%	-0.9%	-0.0%	-0.7%	-2.2%	-3.3%	-2.1%	-1.1%	-2.2%
ytd	-3.7%	-4.7%	-1.6%	-4.8%	-5.8%	-8.9%	-2.6%	-2.6%	-4.3%	-3.2%

German Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	-0.029	0.174	0.89	92	60	242	61	83
-1m	-5	-13	-27	-21	-6	-22	-12	-21
ytd	-24	-75	-104	-80	-10	-44	-26	-45

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	145	148	-39	36	24	17	155	134	233	493	89
-1m	140	145	-62	38	24	18	154	135	246	487	105
ytd	110	109	-119	63	34	31	220	222	420	649	158

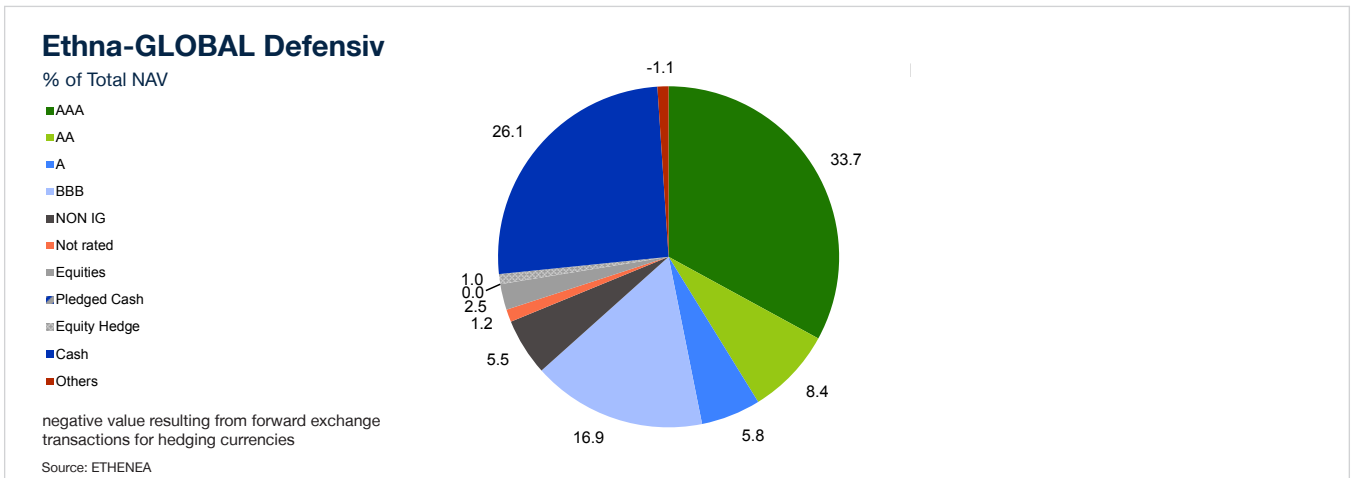
Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	9,470.17	17,098.45	3,172.63	4,381.04	6,819.75	15,424.59	2,217.2
-1m	0.7%	3.2%	1.8%	3.2%	1.3%	-1.3%	0.7%
ytd	-0.9%	3.1%	2.0%	2.0%	1.0%	-5.3%	4.8%
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	13.4	15.1	14.4	15.1	14.2	17.4	8.8
-1m	0.5%	3.3%	0.6%	1.2%	0.1%	-1.5%	0.8%
ytd	-5.0%	-2.8%	-1.3%	-3.1%	0.4%	-17.5%	-4.8%

Grafik 12: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)*

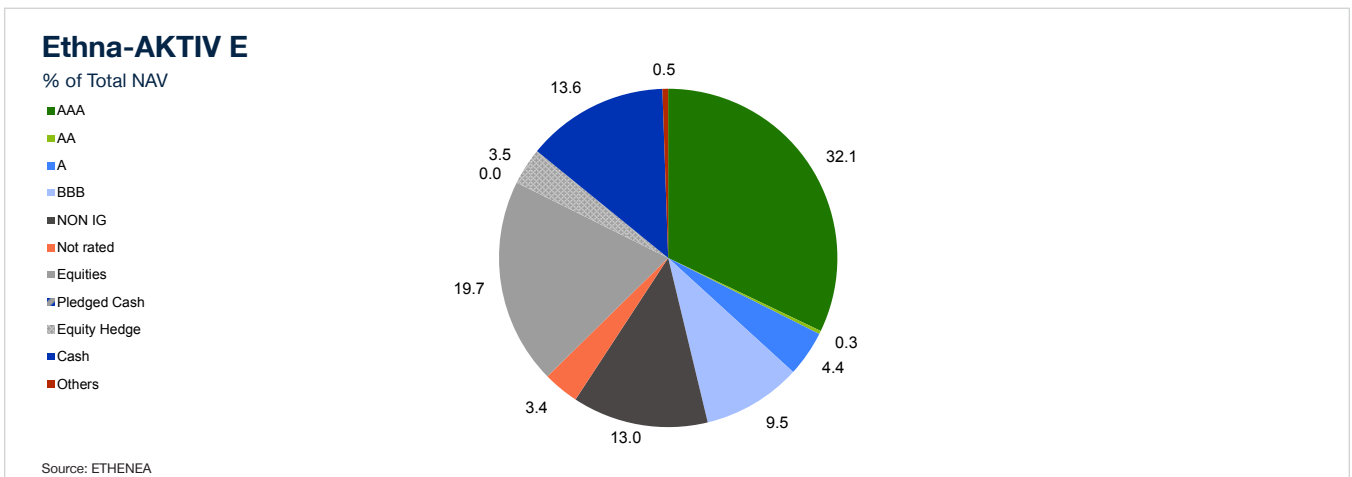
Weitere Detailinformationen finden Sie unter [diesem Link](#).

Date	Fund	Yield p. a.	Rating is between		Mod. duration	Current yield p. a.	Mod. duration -bonds only-
31/08/2014	Ethna-AKTIV E	3.07%	A	A+	4.40	3.47%	4.56
31/08/2014	Ethna-GLOBAL Defensiv	2.39%	A+	AA-	2.76	2.73%	4.74
31/08/2014	Ethna-GLOBAL Dynamisch	2.76%	A	A+	4.19	2.93%	5.26

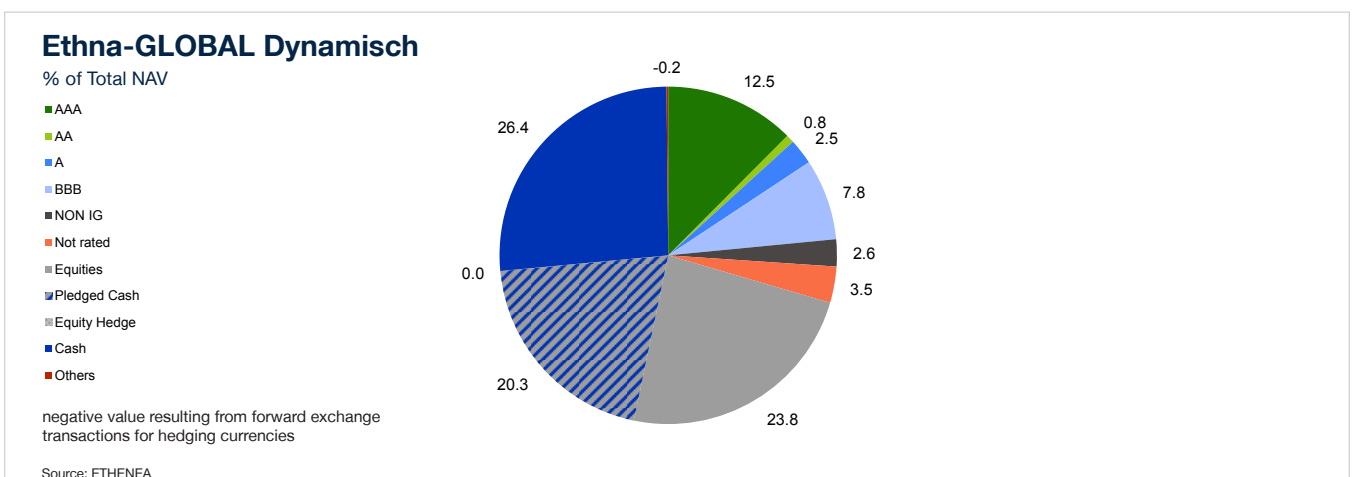
Grafik 13: Kennzahlen der Ethna Fonds zum Monatsende*



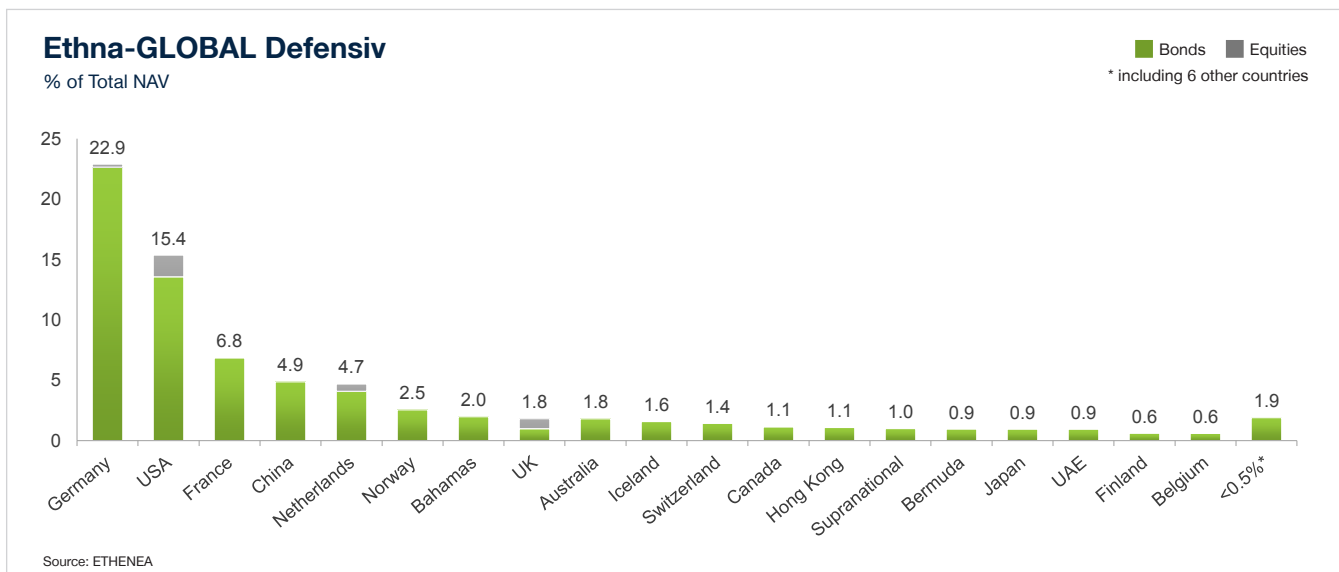
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating*



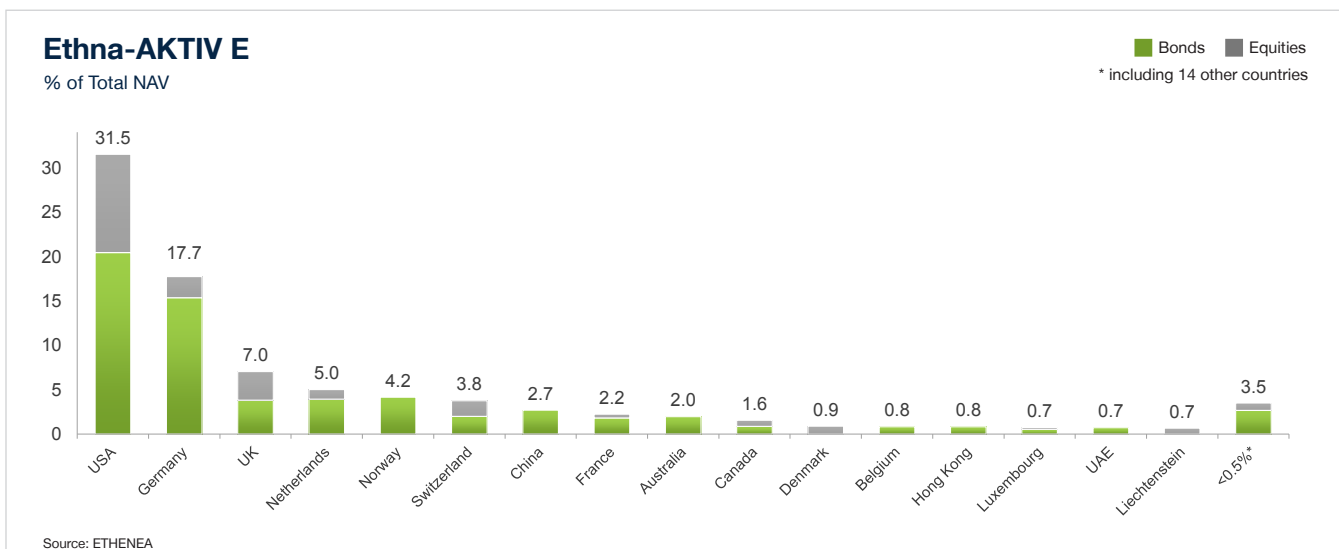
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating*



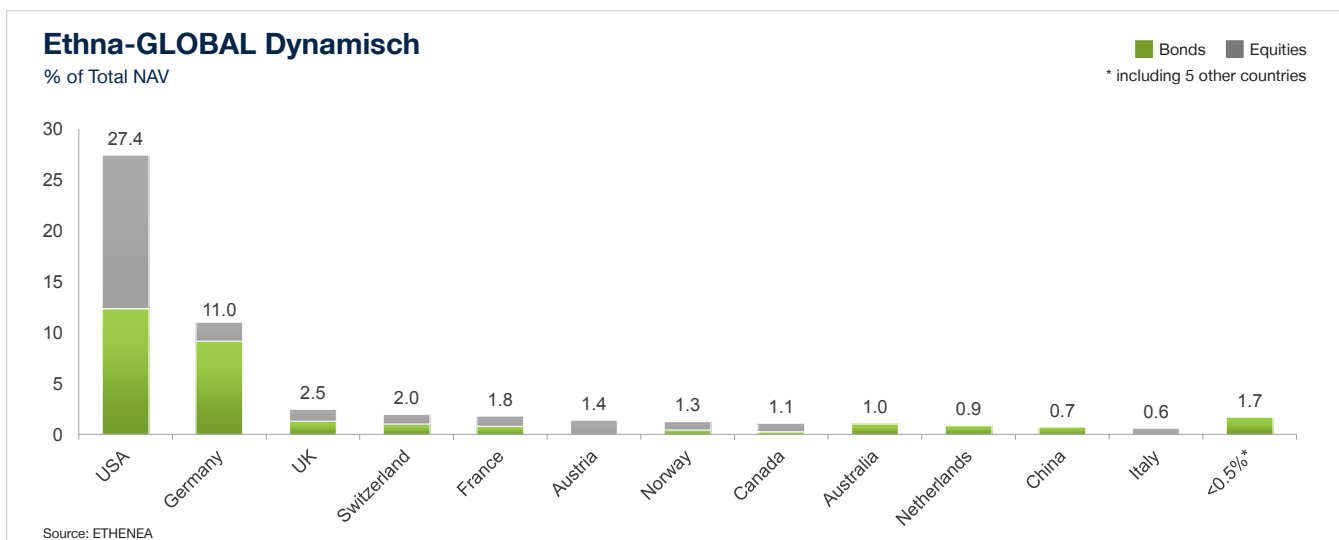
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating*



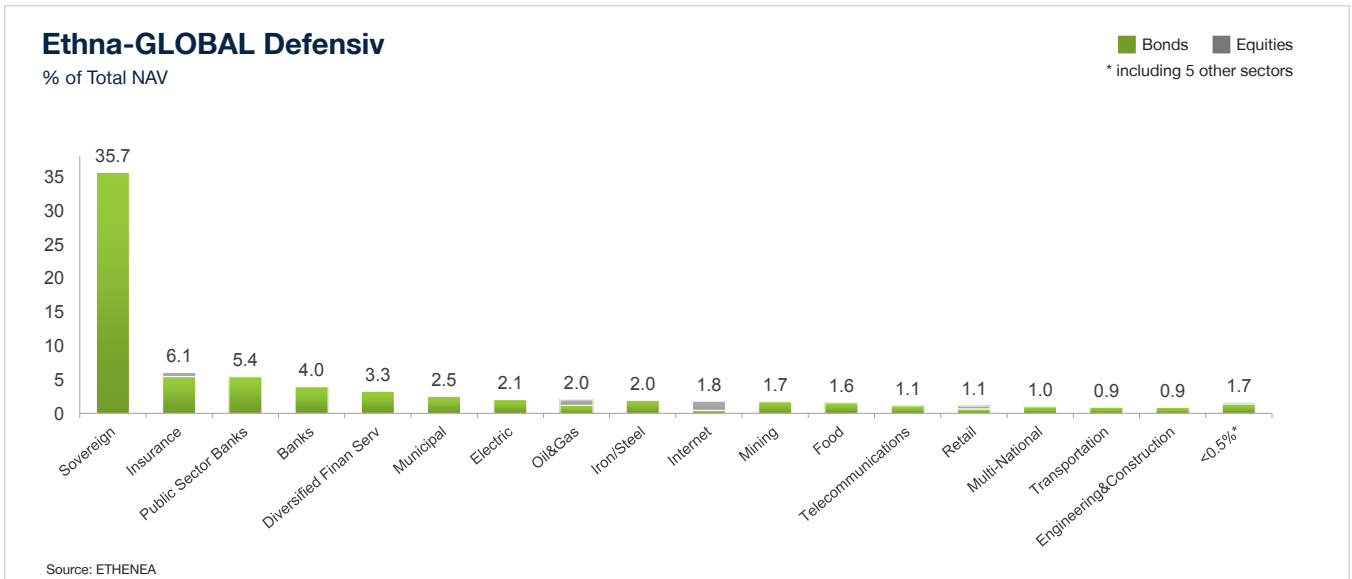
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft*



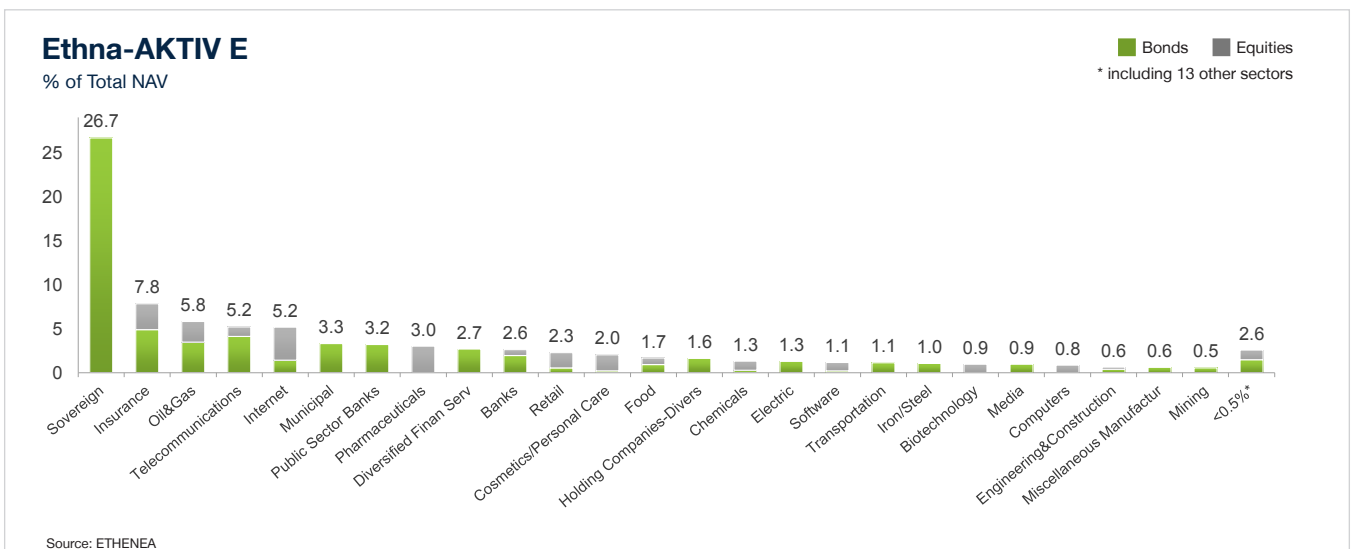
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft*



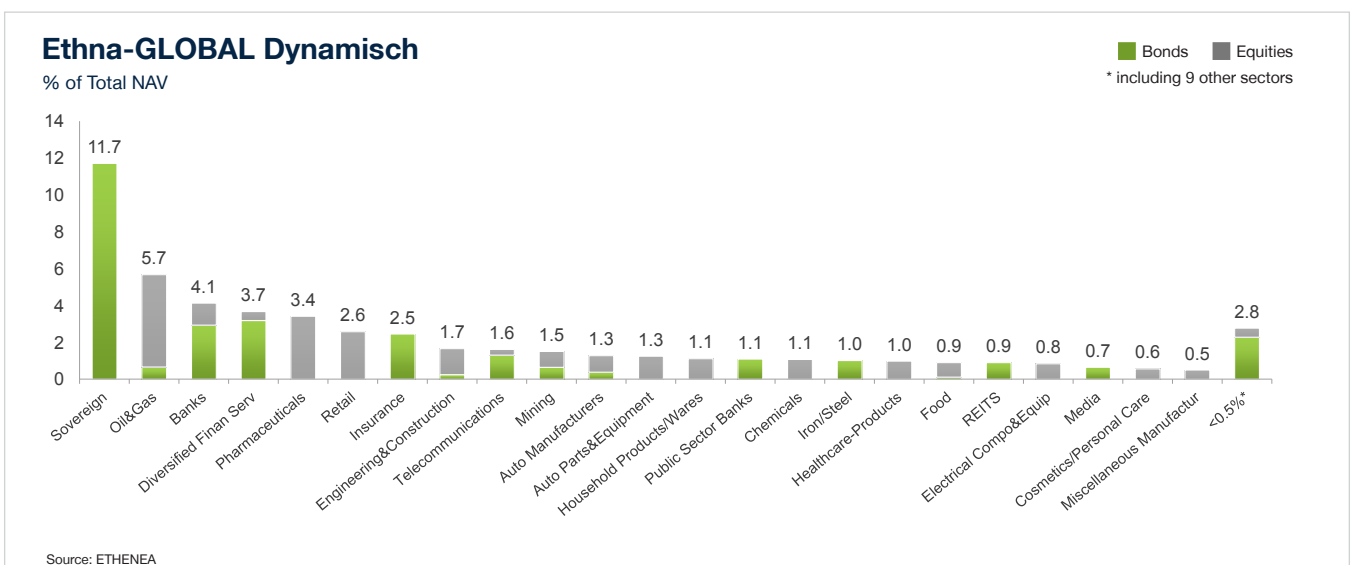
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft*



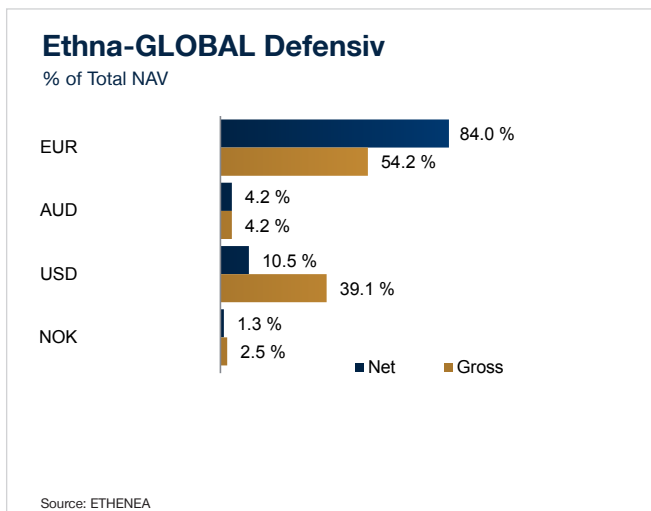
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Branche*



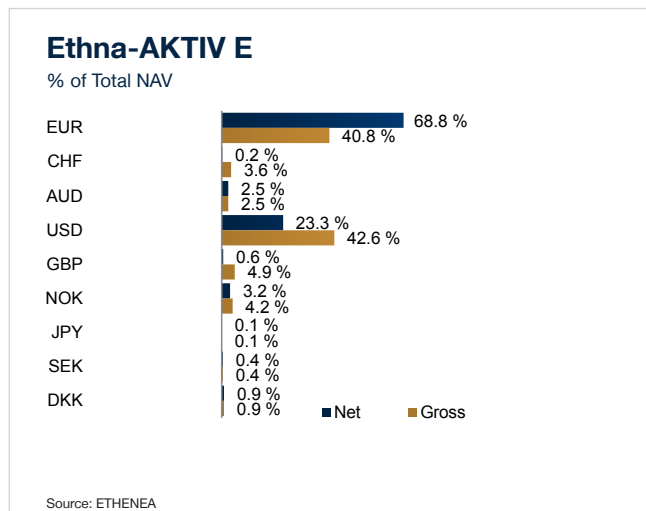
Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Branche*



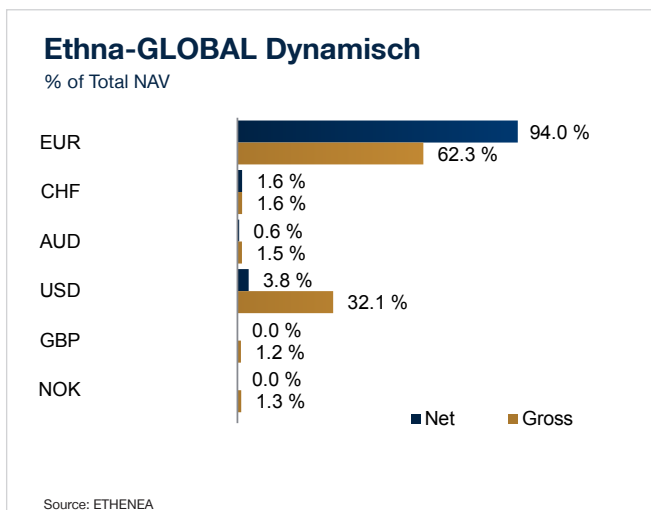
Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Branche*



Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen*



Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E 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, 31.08.2014.