

MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

Geldpolitische Suggestion



Zu Jahresbeginn galten Aktien als alternativlos. Risiko und hard data wurden einfach ignoriert. Mittlerweile müssen sich die Akteure jedoch der Realität, insbesondere dem gestörten Transmissionsmechanismus, stellen. Ist die EZB in der Lage, dem entgegenzuwirken?

“Central bankers have had enormous responsibilities thrust in them to compensate, essentially, for the failings of the political system. And my worry is we don't have sufficient tools to do that, but we're not willing to say it. And, as a result, we push as hard as we can on the existing tools, and they may create more risk in the system.”

Raghuram Rajan, Gouverneur der indischen Zentralbank, August 2014¹

Anfang 2014 stuften viele Marktteilnehmer Aktien pauschal als alternativlos ein. Allerspätestens in der Kalenderwoche 42 wurden sie jedoch (hoffentlich) von der Realität eingeholt – ähnlich wie alle anderen Marktakteure, die auf der Suche nach Rendite Begriffe wie *Risiko* oder *hard data* pflichtbewusst ausblendeten.² In dieser Hinsicht lässt sich leicht ein Vergleich

zwischen fundamentalen makroökonomischen Daten und der Erdgravitation anstellen. Man kann Letztere zeitweise vernachlässigen, doch spätestens, wenn man sich aus einer gewissen Höhe rasch dem Boden nähert, ist Ignorieren keine nachhaltige Lösung mehr.

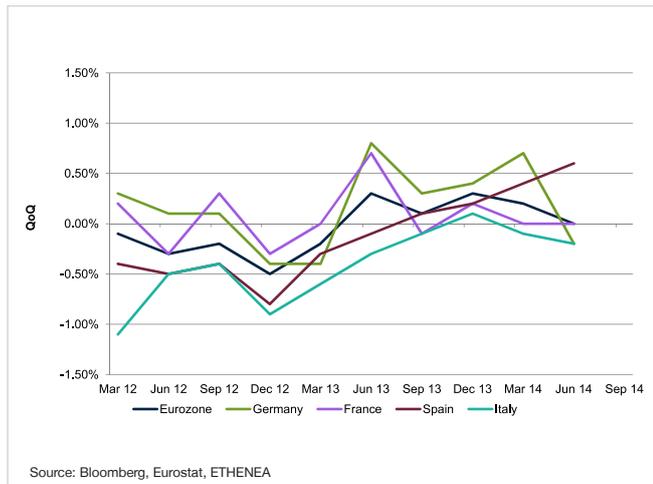
Die Hauptschuld für diese Fehleinschätzung ausschließlich bei den Investoren zu suchen, würde dem Problem allerdings nicht gerecht. Die expansive Geldpolitik der Zentralbanken, in Verbindung mit *Whatever-it-takes*³-Statements à la Draghi, hat den Märkten suggeriert, dass die Zentralbanken scheinbar tatsächlich in der Lage sind, alle Probleme effektiv zu lösen. Während in den USA dieser Plan bis dato aufzugehen scheint, zeigt sich insbesondere in Europa, dass es doch nicht ganz so einfach ist. Selbst für den Musterschüler Deutschland,

¹ „Die Zentralbanken hatten die enorme Verantwortung, die Verfehlungen des politischen Systems zu kompensieren. Meine Befürchtung ist allerdings, dass wir dafür nicht die nötigen Instrumente besitzen und nicht bereit sind, dies zuzugeben. Die Folge ist, dass wir die uns zur Verfügung stehenden Instrumente bis an die Grenze der Belastbarkeit nutzen, was zu noch größeren Risiken im System führen kann.“ Nachzulesen unter: <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/b049ce16-230e-11e4-a424-00144feabdc0.html>

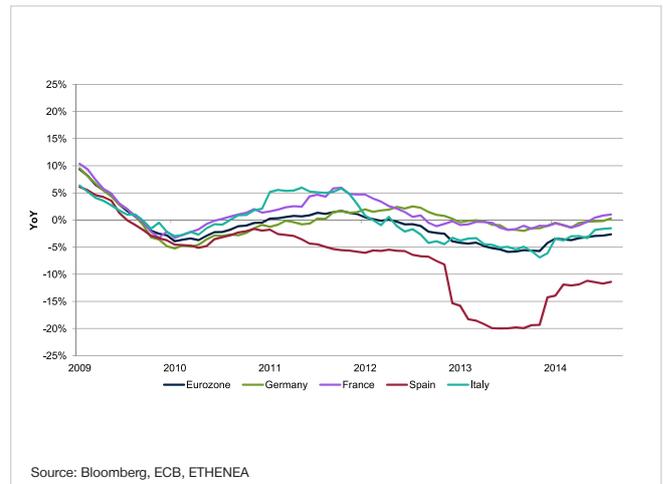
² Denjenigen, die die Geschehnisse noch einmal im Detail nachlesen möchten, empfehlen wir unseren letzten Marktkommentar von November 2014, mit dem Titel *Stampede*.

³ Nachzulesen unter: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>





Grafik 1: BIP-Entwicklung auf Quartalsbasis in der Eurozone*



Grafik 2: Entwicklung des ausstehenden Kreditvolumens auf Jahressicht an Nicht-Finanzunternehmen und Haushalte

der lange Zeit als *Wachstumsmotor Europas* galt, sehen die Vorzeichen erstmals schlechter aus. Auch der erhoffte und dringend benötigte Konjunkturaufschwung für die Eurozone lässt bislang auf sich warten (Grafik 1). Eine Ursache für dieses verhaltene Wachstum bzw. dessen Einbruch liefert der durch die Finanzkrise gestörte Transmissionsmechanismus, insbesondere in Bezug auf die Kreditvergabe von Banken an Unternehmen und Haushalte (Grafik 2). Trotz der starken Bemühungen der Europäischen Zentralbank (EZB) ist der Mechanismus immer noch gehemmt, wodurch ein wichtiger Faktor zur Konjunkturunterstützung – Kredite für Investitionen und Konsum – wegfällt.

Die Frage, die sich letztendlich stellt und mit der wir uns in diesem Marktkommentar beschäftigen, lautet daher:

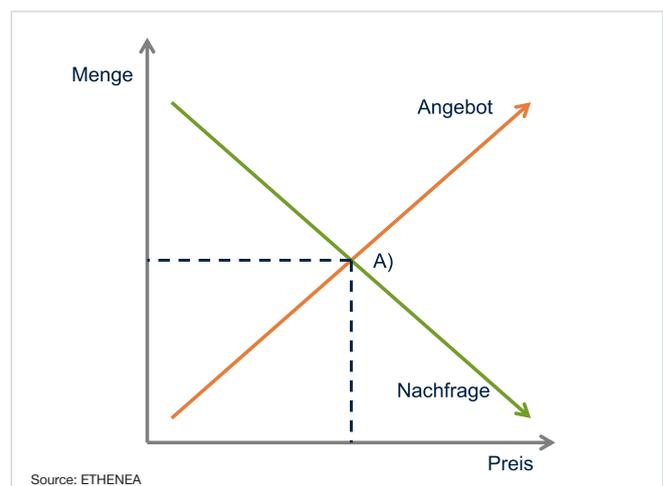
Ist die EZB in der Lage, dieser Entwicklung durch eine möglicherweise noch expansivere Geldpolitik entgegenzuwirken? Oder verfügen Zentralbanken, wie Raghuram Rajan es in seinem Zitat passend formuliert hat, vielleicht gar nicht über die nötigen Instrumente, um die bestehenden Probleme alleine zu lösen?

**1. Angebot und Nachfrage:
Der Transmissionsmechanismus**

Da eine ausführliche Berücksichtigung aller Zahlen und Faktoren nicht nur schnell nicht mehr nachvollziehbar wäre, sondern auch den Rahmen dieses Marktkommentars überschreitet, stützen wir uns zur Veranschaulichung auf ein klassisches Angebot-und-Nachfrage-Diagramm⁴. In Grafik 3

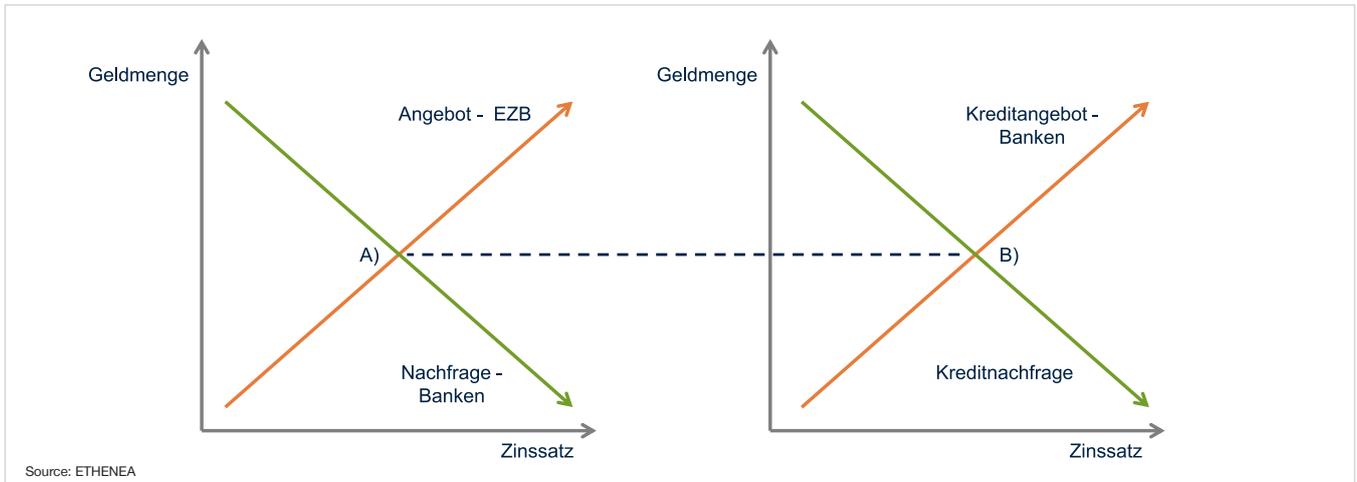
ist auf der Abszisse (X-Achse) der Preis eines Gutes abgebildet und auf der Ordinate (Y-Achse) wird die Menge quotiert. Die Idee des Diagramms ist relativ simpel: Je höher der Preis für ein Gut ist, desto weniger wird es in der Regel nachgefragt (symbolisiert durch den grünen Pfeil). Andererseits gibt es für die Anbieter den Anreiz, mehr anzubieten, je höher der Preis ist (dargestellt durch den orangenen Pfeil). Im Idealfall treffen sich Angebot und Nachfrage in einem Punkt, hier mit A) markiert, und definieren somit den Marktpreis und die Menge, die gehandelt wird.

Überträgt man dieses Modell auf den Transmissionsmechanismus, erhält man ein zweistufiges Angebot-und-Nachfrage-



Grafik 3: Angebot-und-Nachfrage-Diagramm

⁴ Bzw. auf eine leicht modifizierte Variante, da wir aus später ersichtlichen Gründen die Preis- und Mengen-Achsen vertauscht haben



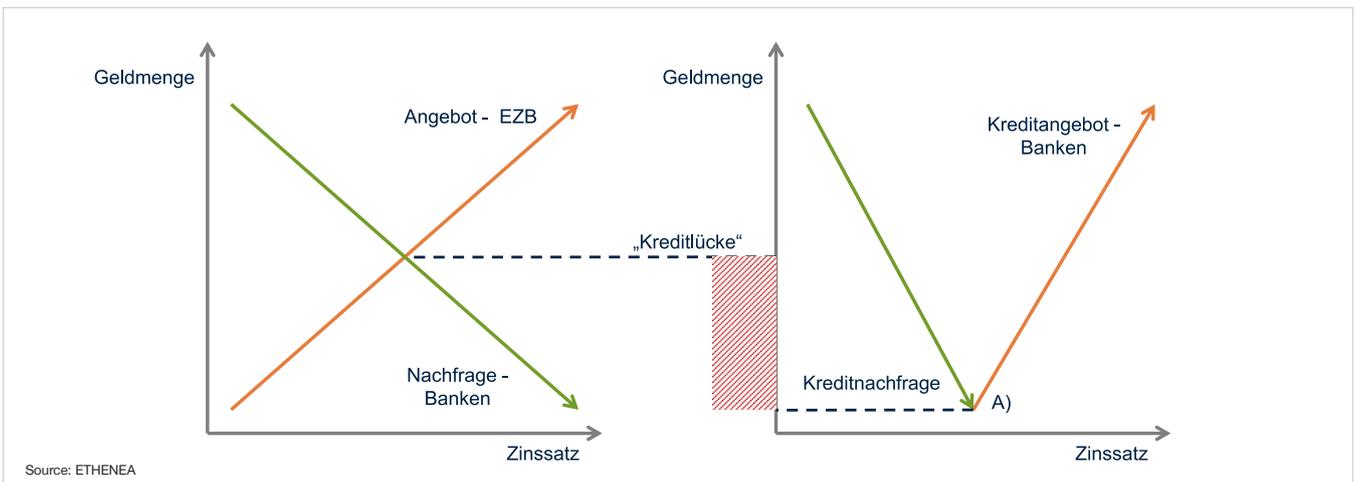
Grafik 4: Vereinfachte Darstellung des Transmissionsmechanismus unter normalen Umständen, anhand eines zweistufigen Angebot-und-Nachfrage-Diagramms

Diagramm (Grafik 4). Links ist die EZB als Anbieter für Geld bzw. für Kredite sowie Banken als Nachfragende abgebildet. Rechts hingegen sind die Banken als Anbieter und die Kunden (Unternehmen/Haushalte) als Nachfragende für Kredite abgebildet. Zusätzlich wird der Preis durch den Zinssatz ersetzt (sozusagen den Preis für das Geld) und die Menge durch die Geldmenge.

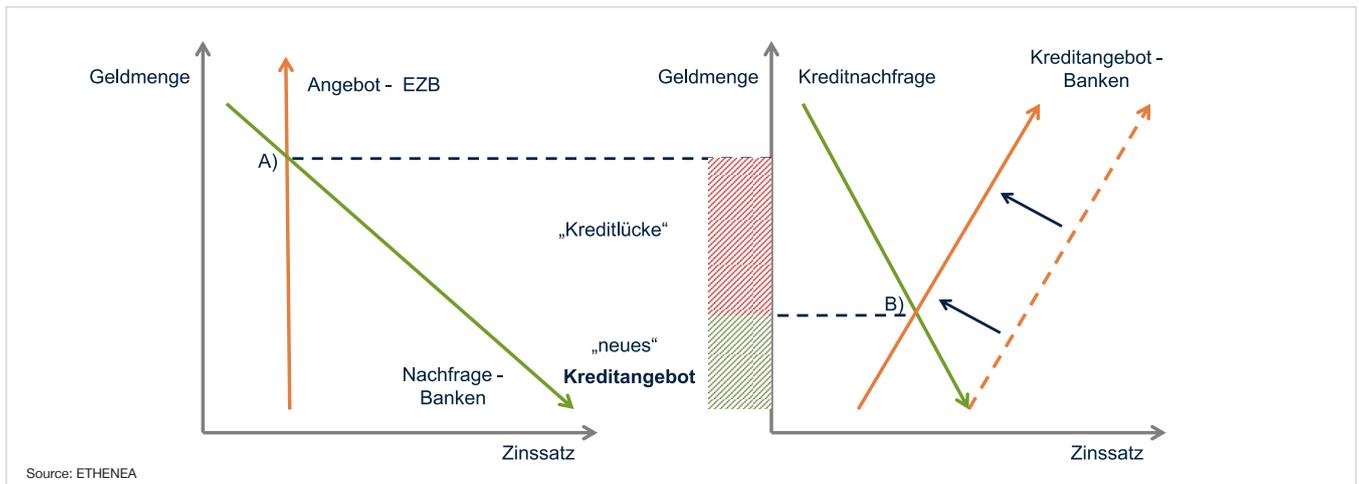
Welt würde sich ein Gleichgewicht wie in Grafik 4 einpendeln. Auch wenn in Wirklichkeit nie ein perfektes Gleichgewicht erreicht wird, sorgt der beschriebene Mechanismus unter normalen Umständen dafür, dass der makroökonomischen Entwicklung gemäß ausreichend Geld durch den Bankensektor in die Realwirtschaft gelangt. Auf diese Weise soll unter anderem Geld für Investitionen bereitgestellt werden, was sich positiv auf die Konjunktur auswirkt. Soweit die Theorie.

Beide Seiten stehen in Wechselwirkung zueinander. Links wird der Zinssatz, zu dem sich Banken Geld leihen können, von der Zentralbank festgelegt. Analog zum klassischen Angebot-und-Nachfrage-Diagramm ist der Anreiz für Banken groß, mehr Geld zu leihen, wenn dieses günstig ist, d. h. wenn der Zinssatz tief ist und die Konsumenten üblicherweise mehr nachfragen. Der Zinssatz in der Darstellung rechts hängt daher primär von dem durch die Zentralbank festgelegten Zinssatz ab. Je tiefer dieser ist, desto attraktiver ist es für Unternehmen und Haushalte, Geld in Form von Krediten nachzufragen, da diese ebenfalls günstiger sind. In einer perfekten (und leider utopischen)

In der Praxis sieht es jedoch anders aus. Seit der Finanzkrise ist dieser Mechanismus in Europa gestört, was in Grafik 5 gut zu erkennen ist. Während die Banken mittlerweile viel weniger dazu bereit sind, Risiken in Form von vergebenen Krediten auf sich zu nehmen, sind Unternehmen und Haushalte wiederum nicht dazu bereit, in Zeiten großer Unsicherheit hohe Zinsen zu zahlen. Infolgedessen entsteht ein Ungleichgewicht. In der Realwirtschaft findet sich keine, oder nur eine geringe, Schnittmenge, obwohl vonseiten der Zentralbank mehr Geld für das System zur Verfügung stehen würde. Eine *Kreditlücke*



Grafik 5: Gestörter Transmissionsmechanismus seit Beginn der Finanzkrise



Grafik 6: Auswirkungen einer Zinssenkung und des TLTRO-Programms auf den Transmissionsmechanismus

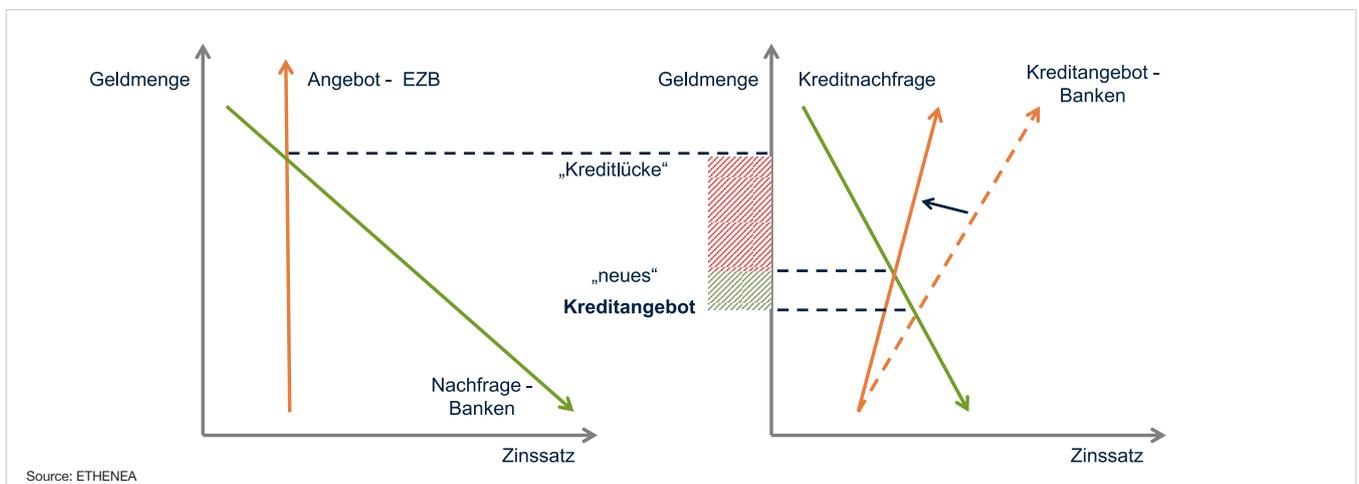
entsteht. Die Folge dieser Kreditlücke ist, dass Unternehmen und Haushalte zu wenig Geld für Investitionen und Konsum zur Verfügung haben. Darunter leidet die wirtschaftliche Entwicklung und die Erholung wird insgesamt gehemmt.

2. Geldpolitische Maßnahmen zur Revitalisierung des Transmissionsmechanismus

Durch geldpolitische Instrumente hat die EZB nun die Möglichkeit, auf diesen Mechanismus einzuwirken. In ersten, sehr offensiven Schritten, wurden zunächst die Zinsen immer weiter auf ein historisches Tief gesenkt. Zusätzlich wurde den Banken weitere günstige Liquidität in Form langsam auslaufender LTROs und eines gerade neu anlaufenden TLTRO-Programms zur Verfügung gestellt. Grafik 6 veranschaulicht die Auswirkungen ganz gut. Da die Banken noch günstiger an Geld kommen, entsteht ein Anreiz, günstigere Kredite an Unternehmen und Haushalte zu vergeben. Die Angebotsfunktion im rechten Schaubild verschiebt sich gewissermaßen nach links. Es wird eine höhere Schnittmenge erreicht und insgesamt werden

mehr Kredite vergeben als ohne diese Maßnahmen. Aber, und das ist ein großes *Aber*, es werden immer noch weniger Kredite vergeben als unter normalen Umständen. Theoretisch wäre sogar eine noch höhere Schnittmenge möglich – es gibt weiterhin eine Divergenz zwischen dem Gleichgewicht im linken und rechten Teilabschnitt des Diagramms –, da auch das Angebot der EZB sich durch diese Maßnahmen massiv verschoben hat. Die Kreditnachfrage von Unternehmen und Haushalten bleibt davon allerdings unbeeinflusst. Bedenkt man nun, dass im ersten Teil des TLTRO-Programms im September 2014 nur 82,6 Mrd. EUR, also nur ein kleiner Teil des möglichen Betrags, abgerufen wurden, drängt sich der Verdacht auf, dass das Problem vielleicht nicht auf der Kreditangebotsseite zu suchen ist, sondern vielleicht eher auf der Nachfrageseite.

Auch die anlaufenden ABS- und Covered Bond-Programme der EZB, deren Auswirkungen in Grafik 7 dargestellt sind, wirken sich positiv auf das Kreditangebot aus. Dadurch, dass Banken die Möglichkeit haben, Risiken von ihren Büchern



Grafik 7: Auswirkungen der ABS- und Covered Bonds-Käufe durch die EZB auf den Transmissionsmechanismus

abzugeben, verschiebt sich die Angebotsfunktion weiter nach links, da sie den entstandenen Freiraum nutzen können, um neue Kredite zu vergeben. Die Funktion der Kreditnachfrage bleibt allerdings weiterhin unverändert.

Spätestens jetzt sollte deutlich werden, worauf wir hinauswollen. Mit den bisher getroffenen Maßnahmen ist die EZB zwar in der Lage, das Kreditangebot zu beeinflussen, nicht jedoch die Kreditnachfrage von Unternehmen und Haushalten. Diese wird allerdings benötigt, um die Konjunktur anzukurbeln. Das Problem, das hier entsteht, ist folgendes: Sollte die Störung des Transmissionsmechanismus nicht auf der Angebotsseite, sondern auf der Nachfrageseite liegen, sind diese Maßnahmen, so genial sie auch in der Theorie klingen mögen, so gut wie nutzlos.

3. QE (Quantitative Easing) à la Fed als ultimative Lösung?

Als Alternative oder Ergänzung zu den bisherigen Lösungsansätzen wird oft die Politik des QE angeführt. Diese ultimative Lösung wird immer dann von den Märkten propagiert, wenn Kurssteigerungen in Folge schlechter Daten zu rechtfertigen sind. Die Idee hinter dieser Politik ist einfach: Die EZB würde, als Zentralbank, direkt Bonds von Staaten der Eurozone erwerben. Sie würde dementsprechend je nach Standpunkt etwas umsetzen, das laut Maastricht eigentlich verboten ist: Staatsschulden aufkaufen, um die Staatsrefinanzierung zu unterstützen. Die Folgen wären tiefere Zinsen, einhergehend mit einem schwächeren Euro und einem temporären Inflationsanstieg durch teurere Importe. Wir sind skeptisch, ob QE wirklich als ein Allheilmittel angesehen werden kann und fragen uns, ob es den Patienten nicht eher nur wieder temporär beruhigt. Zum aktuellen Zeitpunkt, zu dem sich fast alle Euro-Staaten so günstig wie nie zuvor refinanzieren können, und der Euro aufgrund der geldpolitischen Divergenz zu den USA und anderen Währungsräumen nur noch eine Richtung kennt und schwächer wird, sehen wir keine Notwendigkeit für QE. Ähnlich wie bei Kindern, die lautstark Süßigkeiten fordern, kann

man sie kurzfristig ruhigstellen, indem man ihrem Wunsch nachkommt. Ob dies allerdings langfristig zum Erfolg führt, sei dahingestellt.

Langfristig betrachtet besteht in unserem Fall sicher eine Notwendigkeit für eine solche oder vergleichbare Maßnahme, da die Nachhaltigkeit vieler Staatsverschuldungen durchaus in Frage gestellt werden muss.⁵ Die direkten Auswirkungen auf den Transmissionsmechanismus wären jedoch gleichartig zu denen, die wir in Grafik 6 und Grafik 7 gezeigt haben. Durch eine Verringerung des Risikos für Banken und direkte Gewinne auf die gehaltenen Anleihe-Positionen würde der Spielraum für eine erhöhte Kreditvergabe entstehen. Das Kreditangebot würde also weiter steigen, während die Nachfrage weiterhin unverändert bleiben würde.

“The problem with QE is it works in practice, but it doesn’t work in theory.” Ben Bernanke, ehemaliger Präsident der Fed, Oktober 2014⁶

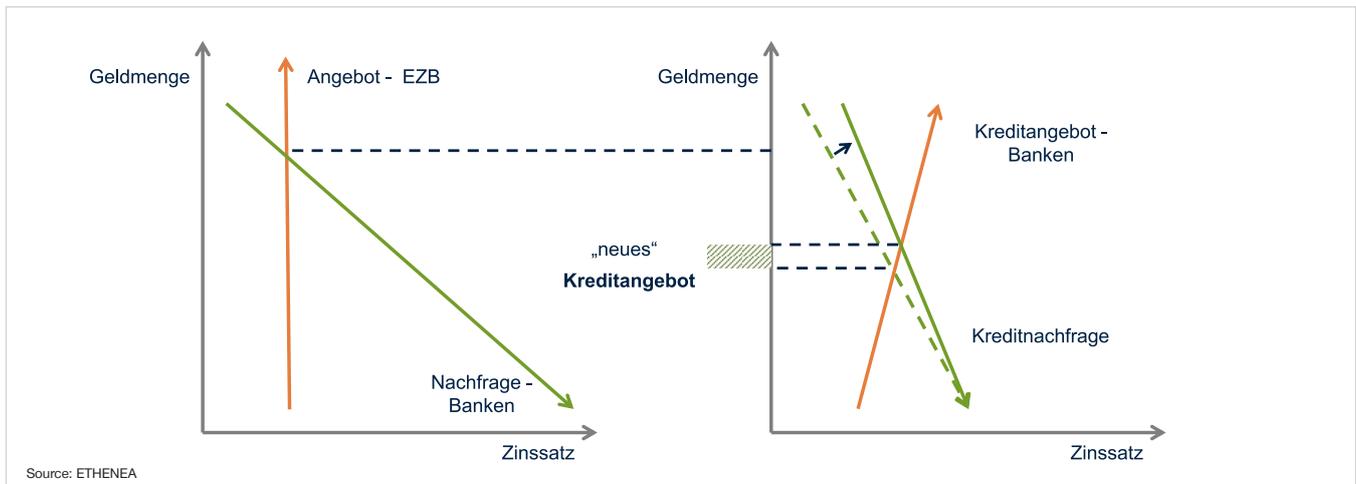
Sollte der ehemalige Präsident der Fed, Ben Bernanke, unter dessen Vorsatz drei QE-Programme aufgelegt wurden, mit seinem Statement jedoch Recht behalten, würde das QE aktuell auch für Europa sinnvoll sein. Während der wirtschaftliche Aufschwung in den USA seine These untermauert, muss man sich trotzdem folgende Frage stellen: Wie glaubwürdig und vertrauenserweckend ist eine Zentralbank, die nie dagewesene Summen in Programme steckt, ohne scheinbar ihre Funktionsweise erklären zu können?

4. Kauf von Unternehmensanleihen durch die EZB?

Eine weitere Alternative zu QE, die derzeit medialen Berichten zufolge innerhalb der EZB diskutiert wird, ist der direkte Kauf von Unternehmensanleihen. Sollten die bis dato angelaufenen Programme nicht den gewünschten Erfolg haben, ist dies sicherlich ein Schritt in die richtige Richtung, da hierdurch nicht das Kreditangebot, sondern die Kreditnachfrage von

⁵ Lesern, die sich tiefer mit dieser Thematik befassen möchten, empfehlen wir unseren Marktkommentar von Oktober 2014, mit dem Titel *Das dicke Ende kommt. Bestimmt.*

⁶ „Das Problem mit QE ist, dass es in der Praxis funktioniert, nicht aber in der Theorie.“ Nachzulesen unter: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3b164d2e-4f03-11e4-9c88-00144feab7de.html#axzz3Gwzhptlq>



Grafik 8: Kauf von Unternehmensanleihen – marginaler positiver Effekt auf die Kreditnachfrage

Unternehmen direkt betroffen ist (Grafik 8). Unternehmen hätten die Gewissheit, dass Teile ihrer Schulden direkt von der Zentralbank gekauft würden. Auch würde die Abhängigkeit von einem funktionierenden Transmissionsmechanismus sinken, da die Unternehmen sich direkt und günstiger am Kapitalmarkt refinanzieren könnten. Die positiven Effekte wären allerdings auch nur begrenzt. Unternehmen, die sich am Kapitalmarkt refinanzieren können, sind aufgrund der historisch niedrigen Zinsen und der Tatsache, dass Investoren verzweifelt auf der Suche nach Rendite sind, aktuell schon in der Lage, diesen Weg zu nutzen. Für kleinere bis mittlere Unternehmen sowie private Haushalte, welche darauf angewiesen wären, bleibt dieser Weg hingegen weiterhin versperrt, nicht zuletzt wegen der damit verbundenen Kosten.

Entsprechend wären die Auswirkungen, wie bereits erwähnt, nur marginal. Die Unternehmen und Haushalte, denen der direkte Weg an den Kapitalmarkt versperrt ist, würden vielmehr von einer Art europäischer KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) profitieren. Dies fällt allerdings nicht in den Aufgabenbereich der EZB, sondern in den der Staaten.

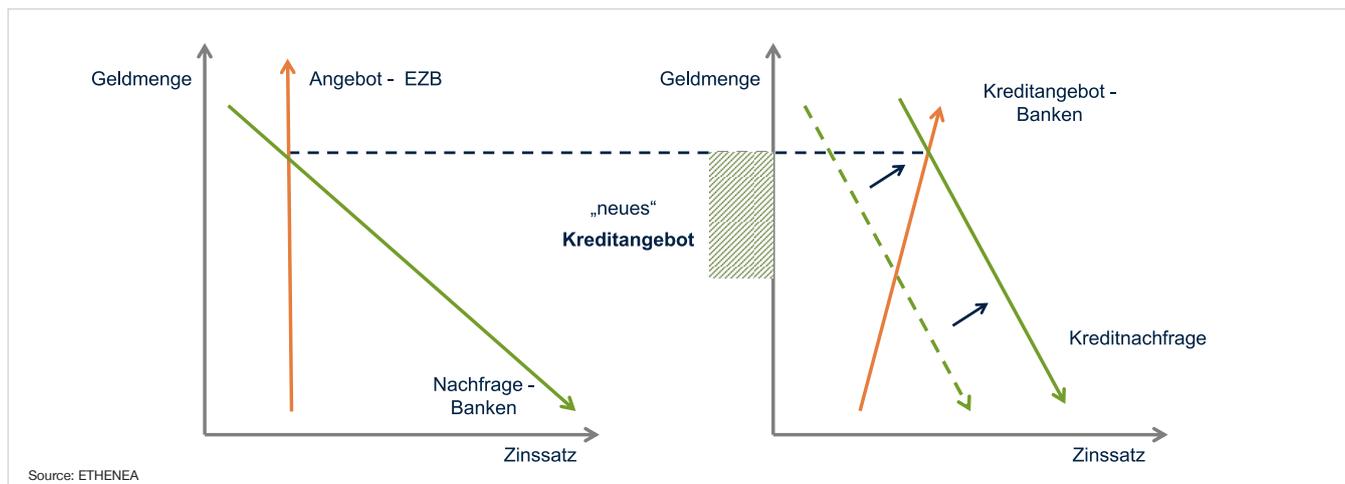
5. Die Alternativlosigkeit von Strukturreformen

Zusammenfassend zeichnet sich ein ernüchterndes, wenn nicht sogar deprimierendes Bild ab: die EZB mit all ihren Maßnahmen, verfügt als Zentralbank analog zur These von Raghuram Rajan, scheinbar nicht über die nötigen Instrumente, um die aktuellen Probleme alleine zu lösen. Positiv hingegen ist, dass die EZB den Mut hat, dies zuzugeben und auch offen zu kommunizieren:

“I have given the example several times of someone, a young entrepreneur, having to wait 9 months, 12 months, to have the authorisations and the permits to open a new shop, and then, by the time he gets these authorisations, he’s being overburdened by taxation of different kinds. You wouldn’t expect him to apply for credit, and that’s where the example tells that we need structural reforms as well.”
Mario Draghi, Präsident der EZB, Oktober 2014⁷

Für eine nachhaltige Revitalisierung des Transmissionsmechanismus bedarf es Strukturreformen, welche von den einzelnen Staaten vorgenommen werden müssen, um letztendlich die

⁷ „Ich habe einige Male das Beispiel von jemandem, einem jungen Unternehmer, angeführt, der neun Monate, zwölf Monate, warten musste, um die Zulassungen und Genehmigungen zu erhalten, um einen neuen Laden zu eröffnen – und dann, zu dem Zeitpunkt, als er mittlerweile die Zulassungen erhält, ist er von verschiedenen Arten von Steuern überlastet. Man würde von ihm nicht erwarten, dass er einen Kreditantrag stellt und hier zeigt uns das Beispiel die Notwendigkeit struktureller Reformen.“ Nachzulesen unter: https://www.ecb.europa.eu/press/tvservices/webcast/html/webcast_141002.en.html



Grafik 9: Strukturreformen alternativlos, um die Kreditnachfrage zu beeinflussen

Kreditnachfrage zu stärken, d. h. die Rechtsverschiebung der Nachfragekurve zu bewirken (Grafik 9). Im Gegensatz zu der eingangs erwähnten *Alternativlosigkeit* der Aktie sollte es stattdessen *Alternativlosigkeit der Reformen* heißen. Diese Reformen sind in keiner Weise ungewöhnlich. Mario Draghis Zitat gibt schon einen deutlichen Hinweis darauf, wo Bedarf besteht. Die OECD war außerdem so freundlich und hat einen ganzen Katalog an Vorschlägen erarbeitet, die man umsetzen könnte (oder müsste).⁸

Mit der aufkommenden Diskussion hinsichtlich eines europäischen Investitionsprogramms scheint mittlerweile auch die europäische Politik die Notwendigkeit von weiteren Maß-

nahmen, die sich die EZB offenbar nicht leisten kann, erkannt zu haben. Fraglich bleibt weiterhin, ob der Einsicht nach Reformen zeitnah Taten folgen werden, oder ob die Diskussion nur genutzt wird, um sich untereinander zu streiten und die Schuld dem jeweils anderen zuzuweisen. Manche könnten argumentieren, dass dies eine der Hauptaufgaben von Spitzenpolitikern ist. Doch das ist ein Thema für einen anderen Autor.

Fazit: Man kann sicherlich eine Zeit lang getrost die Notwendigkeit von strukturellen Reformen analog zur Existenz der Erdgravitation ignorieren. Spätestens jedoch, wenn man sich aus großer Höhe schnell dem Erdboden nähert...

⁸ Nachzulesen unter: <http://www.oecd.org/eco/growth/overview-of-structural-reform-actions-2014.pdf>

Positionierung der Ethna Funds

Ethna-GLOBAL Defensiv

In Folge der von Banken eingeführten negativen Einlagezinsen auf größere Geldbestände wurde im Ethna-GLOBAL Defensiv die Investitionsquote deutlich erhöht. So sank der Cash-Bestand im Laufe des Monats um über 18 %. Damit das Risikoprofil unverändert bleibt und auch weiterhin ausreichend Flexibilität vorhanden ist, wurden im Ethna-GLOBAL Defensiv primär hochliquide Anleihen mit kurzer Laufzeit und bester Bonität erworben. So liegt der Bestand an Staatsanleihen zum Ultimo bei mehr als 35 %, wobei aufgrund der EUR- und USD-Zinsdivergenz über 50 % des Fonds in USD-denominierte Papiere investiert sind.

Auf Währungsseite wurde das NOK-Exposure von 2,4 % komplett abgesichert. Grund hierfür ist der fallende Ölpreis, der auch nach dem letzten OPEC-Meeting am 28. November weiter unter Druck geraten ist und entsprechend den NOK als *Ölwährung* beeinflusst. Nach der Korrektur im Oktober wurde zudem die Erholung an den Aktienmärkten genutzt, um die Quote wieder leicht zu erhöhen, auf 4,2 % zum Ultimo.

Ethna-AKTIV E

Im Laufe des Monats ist die Investitionsquote deutlich gestiegen, wodurch der Cash-Bestand auf 3 % sank. Dieser Schritt war notwendig, nachdem Banken vermehrt negative Einlagezinsen für institutionelle Kunden, zu denen auch Fonds zählen, auf größere Geldbestände einführten. Um die Volatilität und die Flexibilität des Ethna-AKTIV E beizubehalten, wurde ein Großteil dieses Geldes in kurzläufige Staatsanleihen bester Bonität investiert. So betrug der Anteil an liquiden Staatsanleihen zum Ultimo fast ein Viertel des Portfolios und der Anteil an Anleihen bester Bonität (AAA-Rating) beinahe 30 %. Diese Anpassung bewahrt den Fonds vor den Auswirkungen negativer Einlagezinsen, ohne zugleich sein Risikoprofil zu verändern oder die in diesem Marktumfeld notwendige Flexibilität einzubüßen.

Der Bondanteil am Gesamtportfolio stieg entsprechend um über 10 % auf 63,4 % zum Ultimo an. Das durchschnittliche Rating blieb dabei trotz des großen Zukaufs von AAA-Anleihen unverändert mit A bis A+ auf einem sehr hohen Niveau. Aufgrund der großen Zinsdivergenz zwischen EUR- und USD-Anleihen (150 Basispunkte für 10-jährige amerikanische und deutsche Staatsanleihen) bevorzugten wir weiterhin USD-denominierte Anleihen, da wir das Risiko einer frühen Zinsanhebung in den USA als sehr gering einschätzen.

Um von den steigenden globalen Aktienmärkten zu profitieren, wurde die Netto-Aktienquote zum Monatsende um 10 % auf 32,4 % erhöht. Auf Sektorebene lag der Fokus der Zukäufe auf US-Retail-Aktien. Dieser Sektor profitiert in erhöhtem Maße von einer sich weiter verbessernden Konjunktur in den USA.

Die fallenden Benzinpreise wirken zusätzlich unterstützend. Zugekauft haben wir auch im Finanzsektor, der neben Pharma- und Retail-Werten weiter zu den Portfolioschwerpunkten gehört. Die europäischen Versicherungsaktien profitieren von einem schadensarmen Halbjahr, welches die Aussicht auf attraktive Dividenden erhöht. Um Gewinne zu realisieren, haben wir den Aktienanteil im Bereich Telekommunikation reduziert. Der positive Marktausblick und höhere Gewinnerwartungen im nächsten Jahr haben diesen Aktien Schub verliehen.

Auf der Währungsseite haben wir uns entschieden, das CHF-Währungsrisiko abzusichern und eine kleine direktionale Position zu eröffnen, da wir davon ausgehen, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) den festgesetzten Mindestkurs auch in Zukunft halten kann. Bei den übrigen Veränderungen im Währungsexposure handelt es sich um kleinere taktische Adjustierungen.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Im Zuge der Einführung von negativen Einlagezinsen auf größere Geldbestände wurde auch im Ethna-GLOBAL Dynamisch die Cash-Quote im Laufe des Monats deutlich reduziert, auf 8,2 % zum Ultimo. Dabei haben wir analog zu den anderen Fonds darauf geachtet, das Risikoprofil des Fonds nicht zu verändern und gleichzeitig genug Flexibilität beizubehalten, um kurzfristig auf Opportunitäten reagieren zu können.

In Folge der starken Aufwärtsbewegung an den globalen Aktienmärkten wurde die Netto-Aktienquote von 31 % auf 44 % erhöht. Die Sektoren Versicherungen und Pharma wurden weiter ausgebaut. Diese Sektoren zeichnen sich insbesondere durch starke Cash-Flows und hohe Dividendenrenditen aus und wir erwarten, dass die entsprechenden Aktien zum Jahresende weiter outperformen werden. Ein neuer Schwerpunkt des Portfolios sind amerikanische Retail-Aktien, die nach dem stark gefallenem Ölpreis von der steigenden Kaufkraft der US-Konsumenten profitieren werden. Portfolioschwergewichte auf regionaler Ebene bleiben die USA und die Schweiz. Aufgrund des schwachen Wachstums in der Eurozone wird diese Region im Portfolio weiterhin stark untergewichtet.

Der Anteil an Anleihen wurde um 11 % auf knapp 50 % erhöht, wobei das durchschnittliche Rating mit A bis A+ unverändert blieb. Da über 17 % dieser Papiere in hochliquide Staatsanleihen investiert sind, kann der Fonds diese Quote jederzeit stark reduzieren, sollte die Aktienquote weiter ausgebaut werden.

Auf Währungsseite haben wir auch im Ethna-GLOBAL Dynamisch das gesamte CHF-Währungsrisiko abgesichert. Die übrigen Veränderungen im Währungsexposure sind kleinere taktische Adjustierungen.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	92.81	1.2676	1.20807	0.78503	137.2	1.44081	8.1671	1.4131	2.8801	7.807
-1m	-1.3 %	-3.6 %	0.2 %	-1.0 %	0.3 %	2.4 %	0.3 %	-1.0 %	1.5 %	-3.4 %
ytd	-5.0 %	-8.1 %	-1.4 %	-5.7 %	-5.5 %	-6.7 %	-2.3 %	-3.6 %	-2.9 %	-6.5 %

German Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	-0.072	0.145	0.902	97	65	263	64	93
-1m	-4	-3	1	5	5	22	3	10
ytd	-29	-78	-103	-74	-5	-23	-23	-35

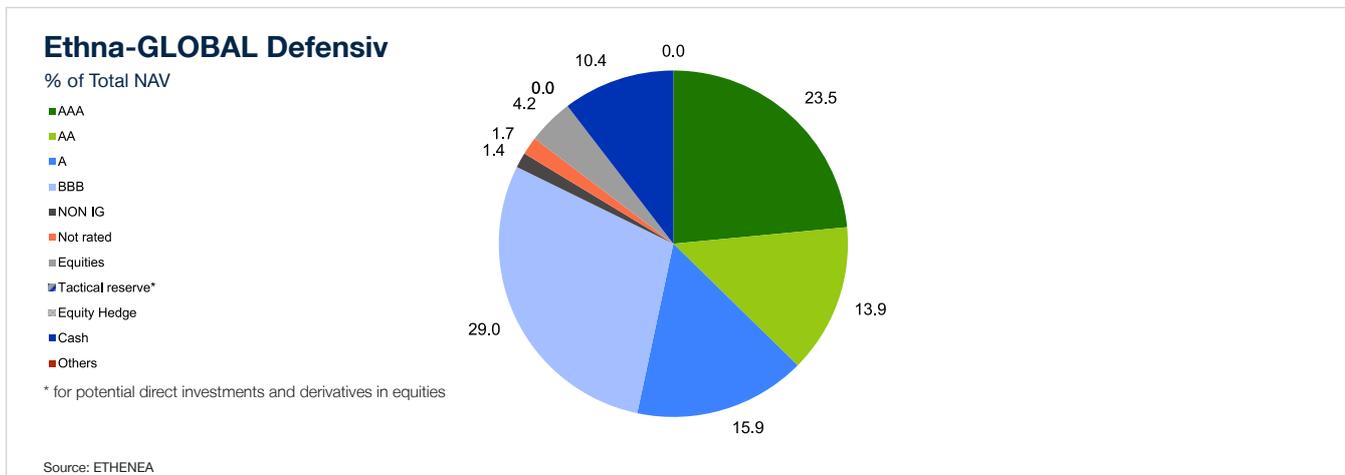
Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	152	142	-38	35	21	14	142	121	217	557	73
-1m	145	148	-39	36	24	17	155	134	233	493	89
ytd	110	109	-119	63	34	31	220	222	420	649	158

Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	9,195.68	16,801.05	3,106.42	4,242.67	6,446.39	15,661.99	2,363.87
-1m	-2.9 %	-1.7 %	-2.1 %	-3.2 %	-5.5 %	1.5 %	6.6 %
ytd	-3.7 %	1.4 %	-0.1 %	-1.2 %	-4.5 %	-3.9 %	11.7 %
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	12.8	14.7	14.1	14.6	13.3	17.5	9.4
-1m	-4.5 %	-2.7 %	-2.1 %	-3.5 %	-5.9 %	1.0 %	6.7 %
ytd	-9.2 %	-5.5 %	-3.3 %	-6.6 %	-5.3 %	-17.0 %	1.4 %

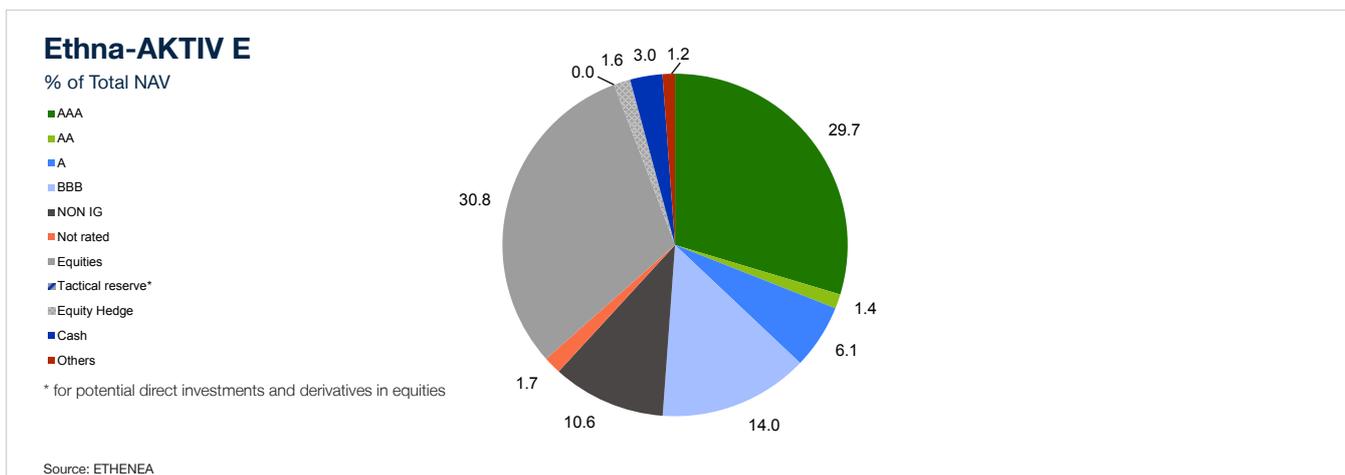
Grafik 10: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und dem laufenden Jahr*

Date	Fund	Yield p. a.	Rating is between		Mod. duration	Current yield p. a.	Mod. duration -bonds only-
30/11/2014	Ethna-AKTIV E	2.92 %	A	A+	5.28	3.24 %	5.22
30/11/2014	Ethna-GLOBAL Defensiv	2.57 %	A	A+	5.27	2.97 %	5.27
30/11/2014	Ethna-GLOBAL Dynamisch	2.84 %	A	A+	4.98	2.79 %	4.91

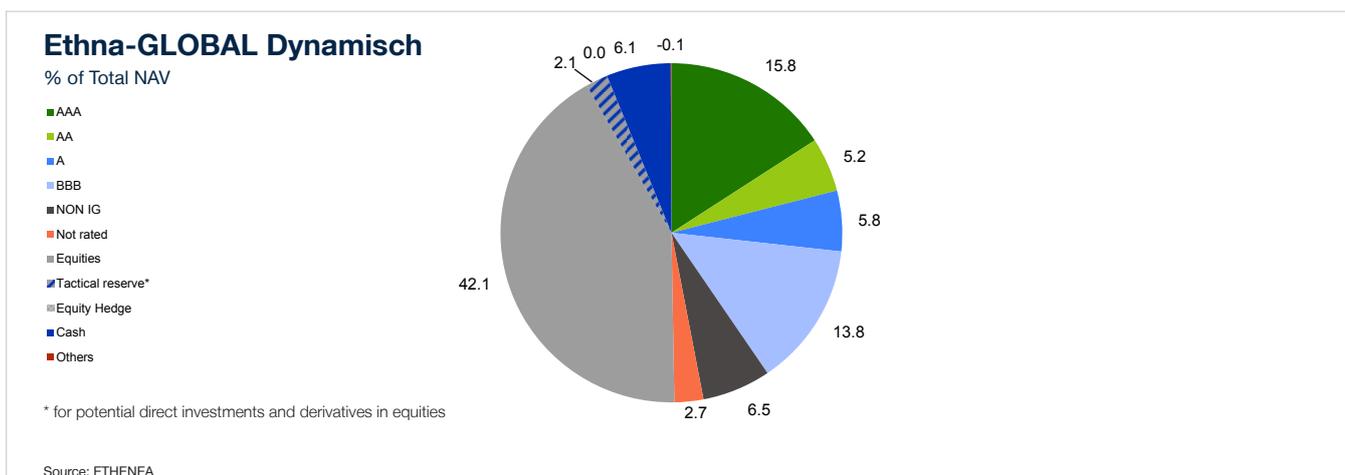
Grafik 11: Kennzahlen der Ethna Funds zum Monatsende*



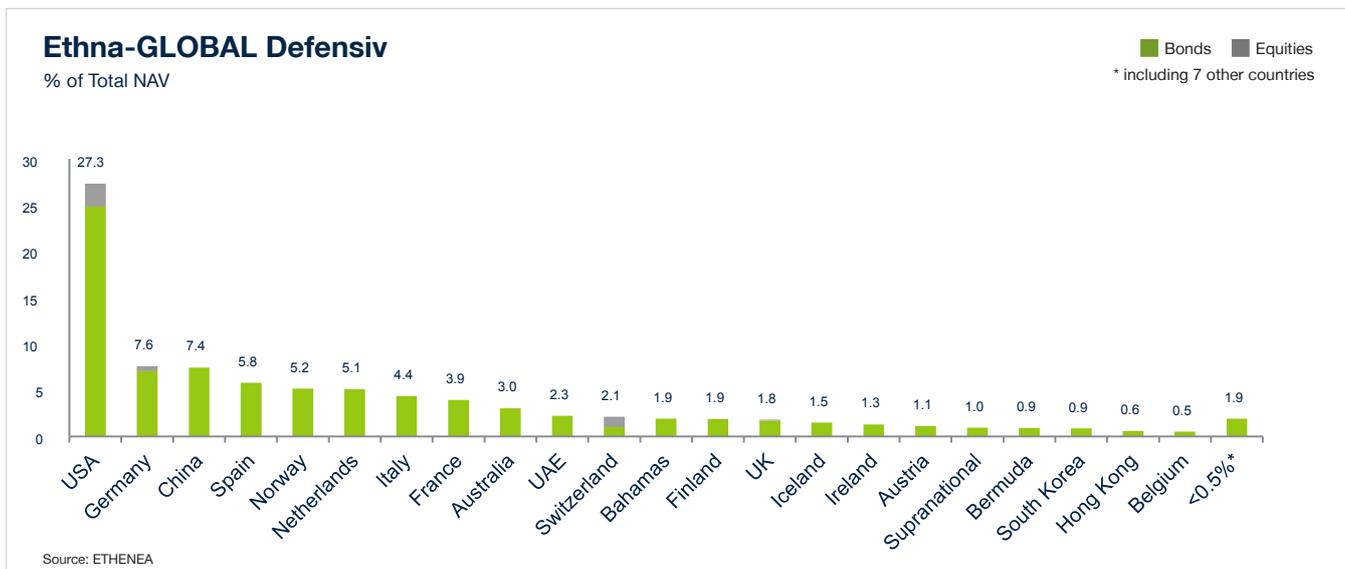
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating*



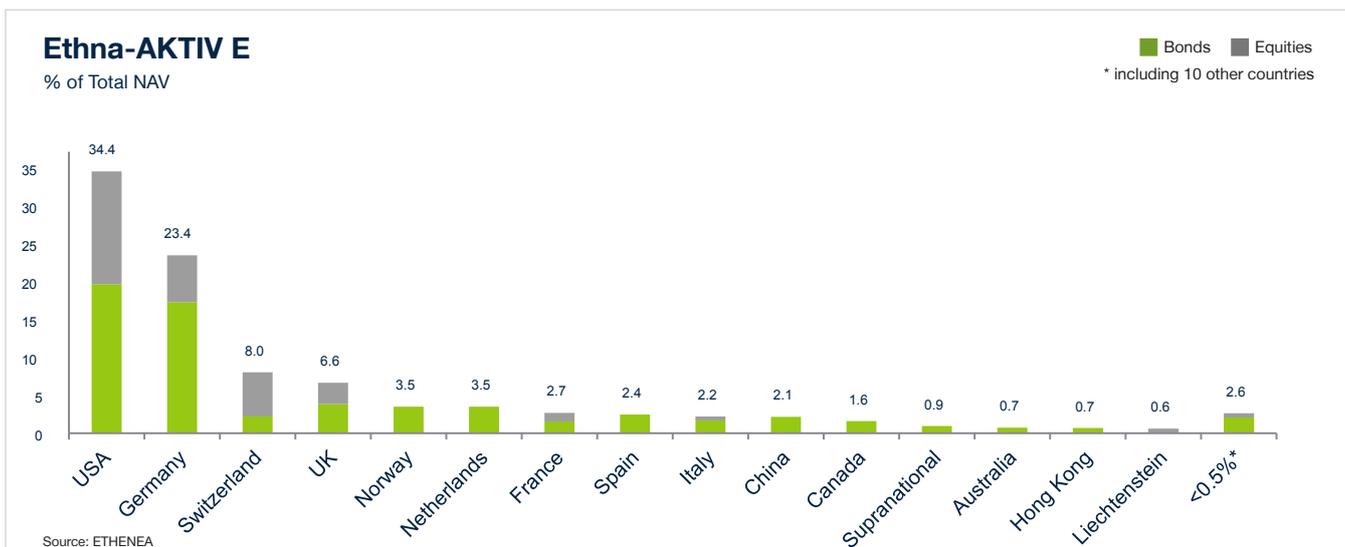
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating*



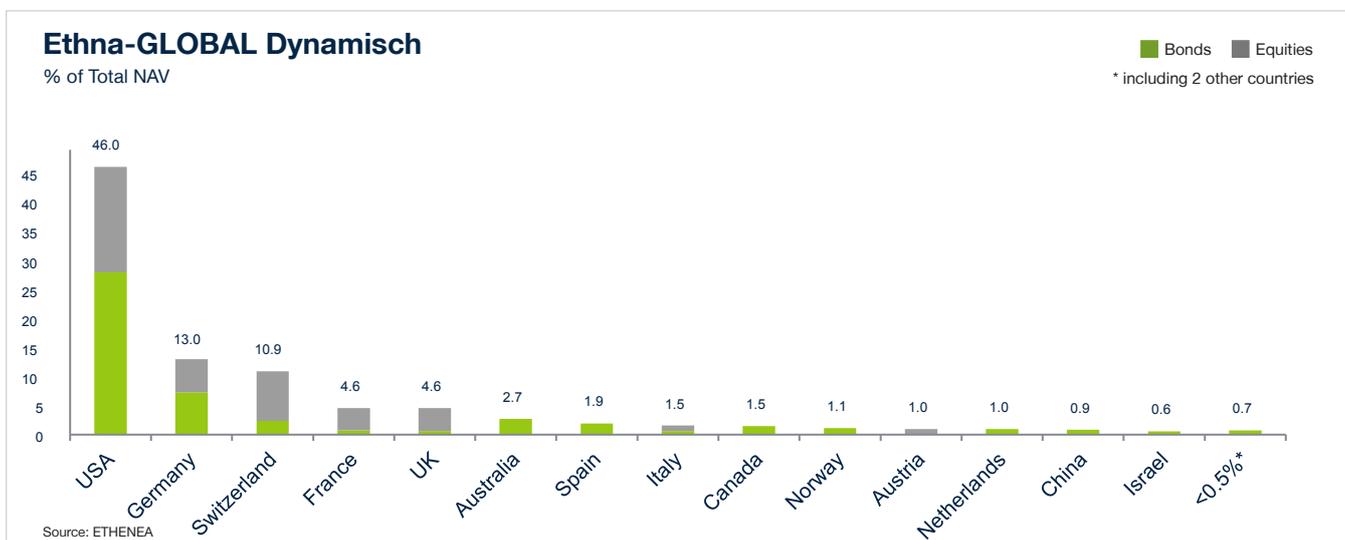
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating*



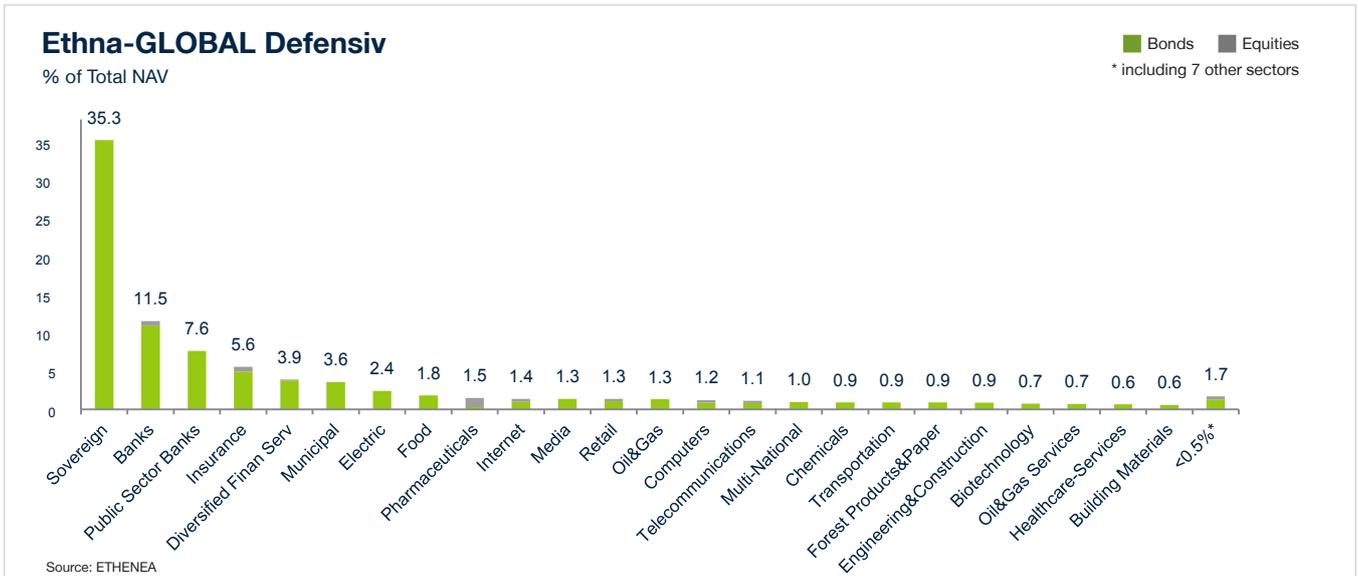
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft*



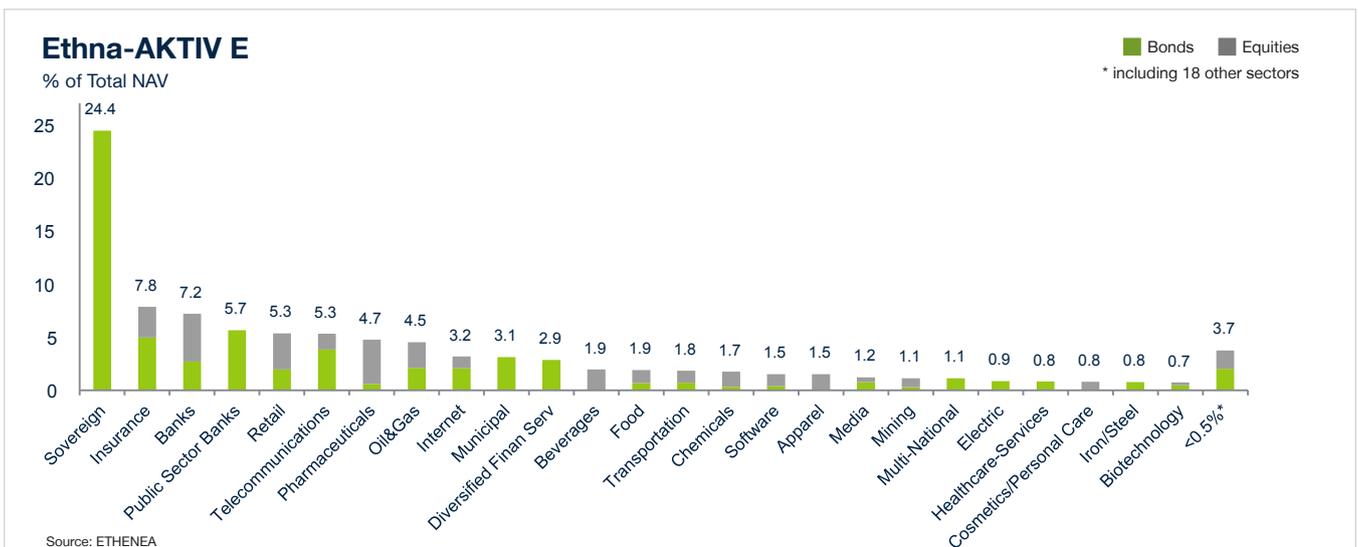
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft*



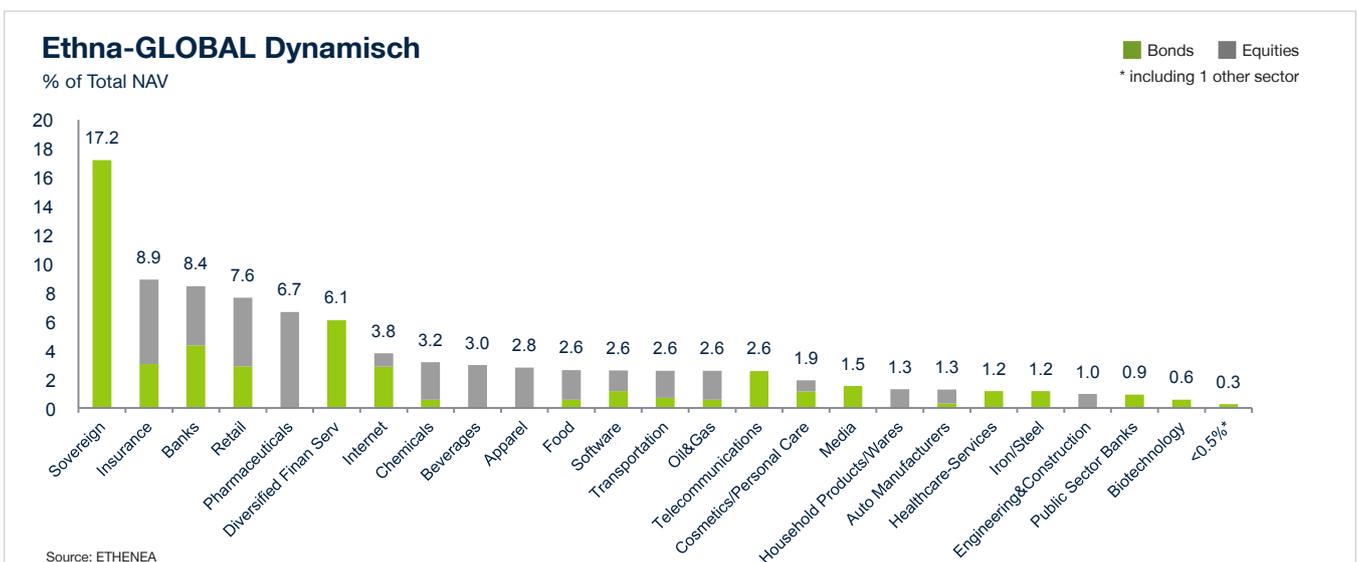
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft*



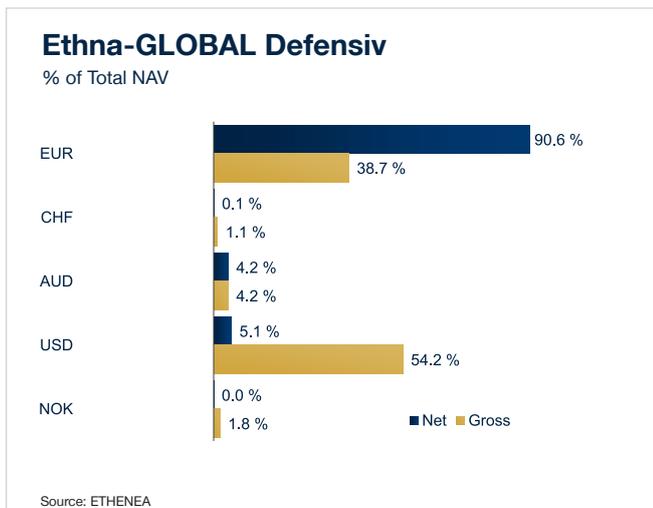
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Branche*



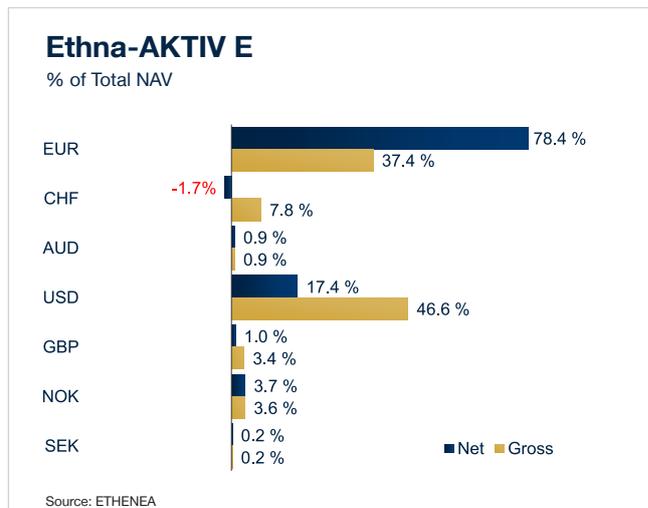
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Branche*



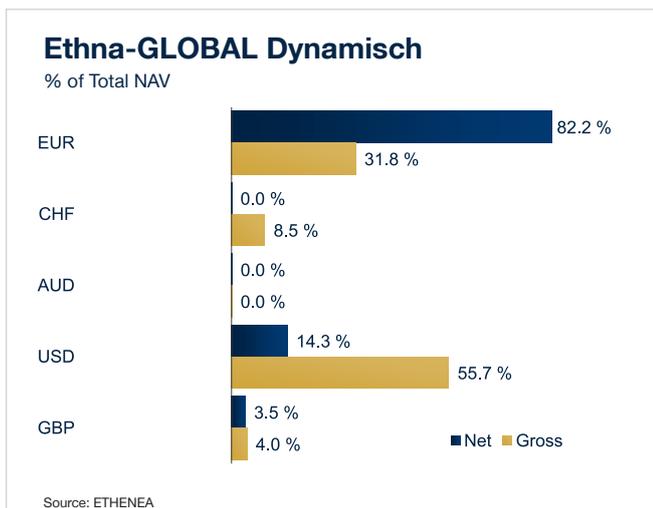
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Branche*



Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen*



Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E 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:

Daniel Stefanetti
Guido Barthels (Autor)
Luca Pesarini
Arnoldo Valsangiacomo

Co-Autor: Simon Oeser – Analyst, ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

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, 30.11.2014.