



MARKTKOMMENTAR

Nr. 03 · März 2015
info@ethenea.com · ethenea.com

Irgendwann gibt es kein Zurück (mehr) >>

Zinsen und Renditen rutschen immer weiter in negative Gefilde. Kreditnehmer zahlen weniger zurück als sie bekommen. Ist der Rubikon so gut wie überschritten oder ist eine Umkehr abzusehen?

Als Gaius Iulius Cäsar am 10. Januar 49 v. Chr. mit seinem Heer den Fluss Rubikon (lateinisch *Rubicon*) überquerte, war das faktisch eine Kriegserklärung gegenüber dem Römischen Senat. Die *Überschreitung des Rubikon* wird seitdem gerne als Metapher für eine riskante Handlung verwendet bzw. als Umschreibung dafür, etwas schwer Umkehrbares zu tun oder Neuland zu betreten. Wer den Rubikon überschreitet, für den gibt es nur selten einen Weg zurück.

Am 4. Februar 2015 schrieb die Frankfurter Allgemeine Zeitung: „Dänische Häuslebauer dürfen sich freuen: Wenn sie bei der Nordea-Bank einen Hypothekenkredit aufnehmen, müssen sie weniger zurückzahlen, als sie bekommen haben. Aufgrund der niedrigen Zinsen hat die Bank zu dem überraschenden Mittel gegriffen, Hypotheken-Kredite mit einem Negativ-Zinssatz von 0,03 Prozent anzubieten.“¹ Diese Aussage ließ uns unweigerlich daran denken, dass der Rubikon mal wieder überschritten wurde. Negative Zinssätze bei Zentralbankzinsen und selbst negative Renditen bei vermeintlich sicheren Staatsanleihen schocken einen Anleihemanager schon seit Längerem nicht mehr. Schließlich kann man sich diese Entwicklung als momentane Verwerfung schönreden, quasi eine Sicherungsverwahrungsgebühr des Staates. Grafik 1 zeigt, wie weit diese sogenannten Verwerfungen schon fort-

geschritten sind. Die Renditen deutscher Staatsanleihen sind bei einer Laufzeit von bis zu sechs Jahren bereits negativ. Für die Schweizer Eidgenossen gilt dies bis zu einer Laufzeit von zehn Jahren. Selbst Frankreich, das aktuell nicht als Beispiel für eine *Grande Nation* dienen kann, ist in der Lage, sich bis zu vier Jahre mit Negativzinsen zu refinanzieren. Und das alles, bevor das QE (*Quantitative Easing*) der Europäischen Zentralbank (EZB) überhaupt begonnen hat.

Doch Darlehen mit Negativzinsen, so mickrig sie auch sein mögen, zeigen eine ungeahnte Dimension auf. Vielleicht

Inhalt >>

Seite 1

[Irgendwann gibt es kein Zurück \(mehr\)](#)

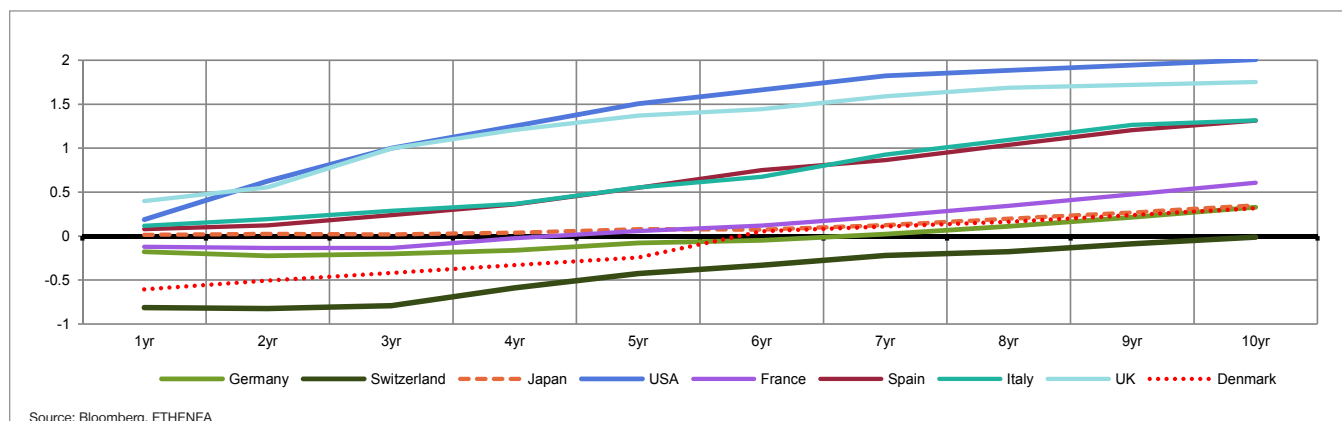
Seite 7

[Makroökonomischer Ausblick](#)

Seite 9

[Positionierung der Ethna Funds](#)

¹ Quelle: F.A.Z. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 4.2.2015, S. 23



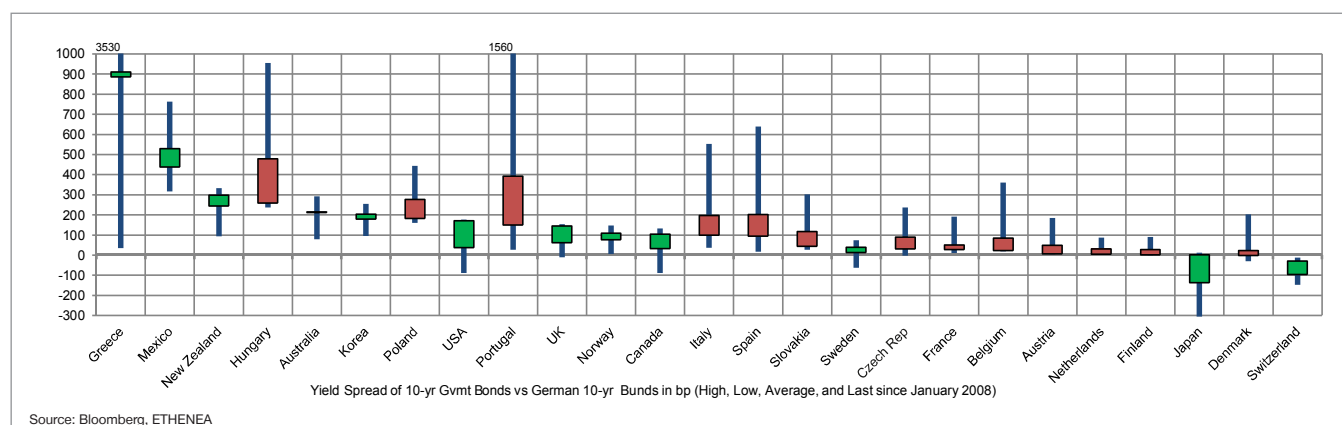
Grafik 1: Zinskurven ausgewählter Staaten am 2.3.2015, 10:00 MEZ*

bleibt es als Anekdote der Finanzmarktgeschichte ein Einzelfall. Wahrscheinlicher ist aber, dass hiermit das Tor zu einer ganz neuen, gänzlich ungewohnten Welt aufgestoßen wurde, deren Ausmaße wir kaum erahnen können. Das ist erschreckend und beängstigend zugleich, aber in jedem Fall eine echte Herausforderung an den Intellekt. Denn nun ist klar: nicht *Null* ist unten, sondern *minus 100*.

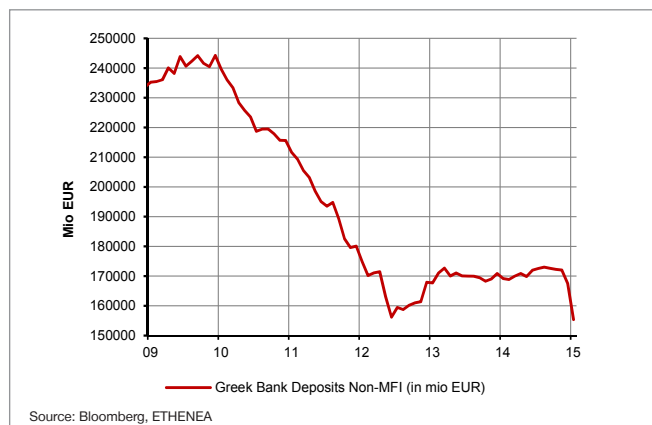
Die Null ist dann eben doch nur eine Zahl wie jede andere auch und stellt keine Untergrenze bei Zinsen oder Renditen mehr dar. In diesem Umfeld, welches zugegebenermaßen sehr gewöhnungsbedürftig ist, muss man seinen inneren Kompass neu justieren (lassen), wenn man beurteilen will, was *hoch* und was *tief* ist. Das, was uns in den Jahren der Ausbildung eingetrichtert wurde, scheint überholt zu sein. Die Untergrenze für Zinsen und Renditen liegt offenbar satte 100 Punkte tiefer, bei -100 %. Erst auf diesem Niveau scheint uns die Logik zu erklären, dass es keinen Sinn macht, noch tiefere Zinsen zu erwarten. Erst wenn bei einem Kreditzinssatz von -100 % nichts von dem geliehenen Geld zurückgezahlt werden muss, ist der (theoretische) Boden erreicht. Aber bis dahin?

Wir verlassen nun für einen Moment das alptraumhafte Horrorkabinett der tiefen negativen Renditen und wenden uns der Realität zu. In Grafik 2 haben wir versucht, die Dynamik der 25 Rentenmärkte gegenüber den deutschen Bundesanleihen auf einen Blick wiederzugeben. Die Darstellung als Candlestick-Chart (Kerzenchart) erschien uns hierfür als beste Variante. Nehmen wir Italien als Beispiel. In der Grafik ist zu erkennen, dass der maximale Renditeaufschlag bei fast 550 Basispunkten lag, während das Minimum etwa 30 Basispunkte betrug. Der Durchschnitt liegt bei 200 Basispunkten und aktuell liegt der Aufschlag bei etwa 100 Basispunkten. Wenn man nun bedenkt, dass das gesamte System durch den Renditerückgang bei Bunds von über 4,5 % Mitte 2008 zu heutigen 0,30 % weitere 420 Basispunkte Bewegung hatte, dann kann man erahnen, wie groß die Gesamtdynamik (bisher) war. Da ließ sich viel Geld verdienen und verlieren.

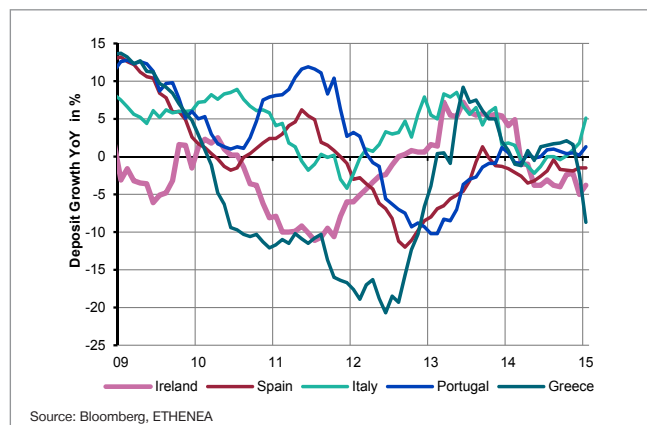
An dieser Stelle möchten wir doch für ein paar Gedankenspiele in die mögliche Zukunft der negativen Renditen blicken. In Zeiten negativer Renditen geschehen faszinierende Dinge. Zum Beispiel ist die durchschnittliche Rückzahlungsdauer einer

Grafik 2: Renditedifferenz zwischen den 10-jährigen Anleihen verschiedener Länder und Deutschlands, dargestellt als MaxMin-Grafik seit Januar 2008²

² In Grafik 2 ist bei dem roten Balken der letzte Wert tiefer als der Durchschnittswert, bei dem grünen Balken ist es entsprechend umgekehrt.



Grafik 3: Einlagen von Nichtbanken bei Griechenlands Banken



Grafik 4: Jahresänderungsraten der Einlagen von Nichtbanken bei Banken

Anleihe (Duration) plötzlich länger als ihre Restlaufzeit. Nullkuponanleihen, sogenannte Zeros, sind auf einmal die risikoarme Variante einer Investition. Darlehensnehmer bereichern sich auf Kosten der Darlehensgeber, was bei -0,03 % noch nicht erheblich ist – doch malen Sie sich aus, wie es sein könnte, wenn die Zinsen einmal rein theoretisch auf -20 % fallen. Investitionen für Unternehmen, die im Normalzinsumfeld völlig unprofitabel waren, werden dank des Zinses zu Investitionssperlen. Ein wahrer Gründerboom lässt das griechische Wirtschaftswachstum quasi über Nacht explodieren.

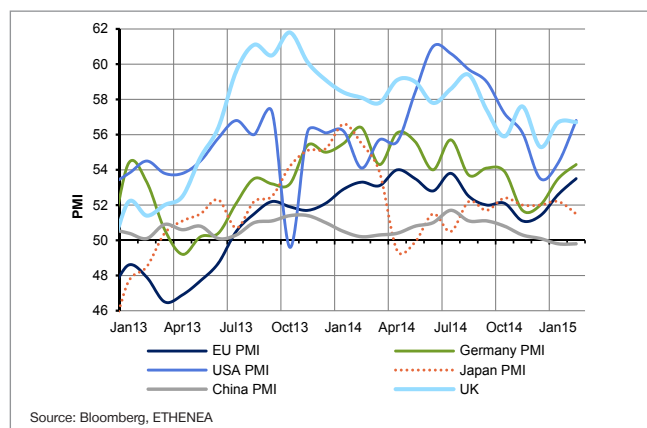
Aber halt mal. Griechenland? Da war doch was. Wie wir in unserem letzten Marktkommentar³ über das *Angsthasenspiel* im Hinblick auf Griechenland und die EU berichtet haben, hat Griechenland zumindest auf den ersten Blick als Erster geblinzelt und ist auf die (sehr berechtigten) Forderungen der Kreditgeber eingegangen. Allerdings haben die Griechen bis zum letztmöglichen Augenblick gewartet. Die fundierten Kenntnisse des griechischen Finanzministers Yanis Varoufakis im Bereich der Spieltheorie haben offenbar Früchte getragen – auch wenn alles *kurz vor knapp* entschieden wurde und tatsächlich lediglich eine Aufschiebung der vorläufig endgültigen Entscheidung um vier Monate erreicht wurde. Die

Grafiken 3 und 4 zeigen, wie die Einlagen der griechischen Banken seit dem Wahlsieg der linken SYRIZA kollabiert sind. Die Banken standen kurz vor dem Aus und wurden nur durch die ständige Bereitstellung von Notfallkrediten der Europäischen Zentralbank am Leben erhalten. Ob letztendlich das Vertrauen ins griechische Bankensystem zurückkehrt, obliegt einzig und allein dem weiteren Verhalten der griechischen Regierung. Ständige Drohgebärden oder abfällige Bemerkungen über andere Eurogruppen-Regierungen helfen jedenfalls nicht dabei, die notwendige Solidarität zu erhalten, sondern fördern lediglich die Umsetzung von Maßnahmen, die Griechenland wieder autonomes Wirtschaften ermöglichen – egal unter welchem politischen Stern.

Wenden wir uns kurz der wirtschaftlichen Entwicklung der nicht unbedeutenden Restwelt außerhalb Griechenlands zu. Grafik 5 verdeutlicht, dass unsere Erwartung bezüglich einer volkswirtschaftlichen Entropie zwischen den USA und der Eurozone scheinbar an Fahrt gewinnt. Während die Wirtschaftsdaten der USA gegenüber den Markterwartungen enttäuschend daherkamen, scheint die Volkswirtschaft der Eurozone genau das Spiegelbild zu sein. Unsere These vom Jahreswechsel scheint sich demnach zu bewahrheiten,



Grafik 5: Ökonomischer Überraschungsindex



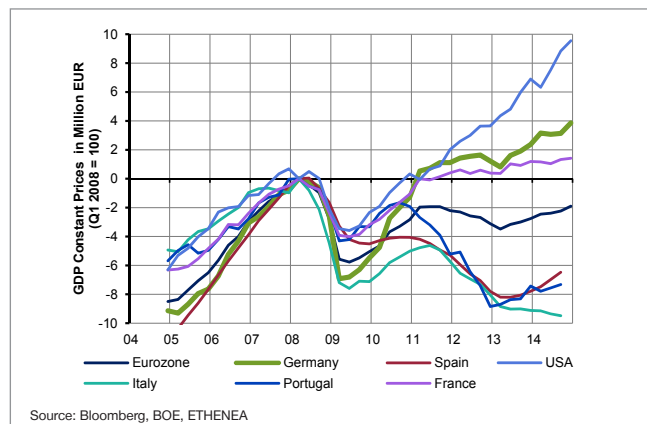
Grafik 6: Einkaufsmangerindizes

³ Marktkommentar vom Februar 2015 mit dem Titel [Das Angsthasen-Spiel](#)

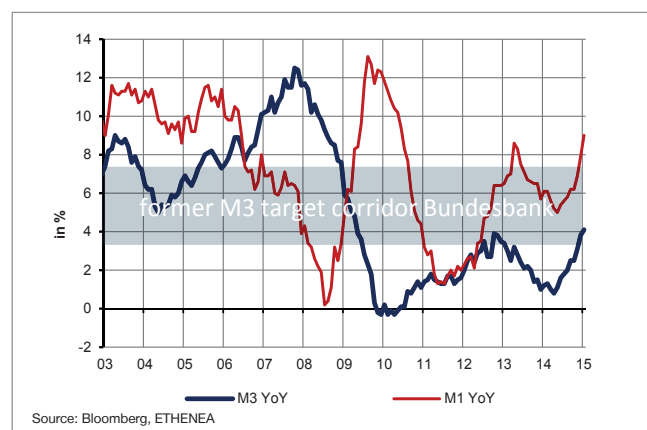
möglicherweise mit den entsprechenden Konsequenzen für die Investitionen analog zu unseren Positionierungen. Auch die wichtigen Einkaufsmanagerindizes (Grafik 6) zeigen mittlerweile für die Eurozone nach oben. Das angekündigte Aufkaufprogramm der EZB (QE) zeigt bereits Wirkung. Wie Grafik 7 auf Anstieg erkennen lässt, wird diese Wirkung von den südeuropäischen Mitgliedern der Eurogruppe ebenfalls dringend benötigt. Während es selbst Frankreich geschafft hat, seit dem Einbruch Anfang 2008 fast 2 % Wachstum zu erreichen, sind Spanien, Italien und Portugal mit mehr als -7 % meilenweit vom Vorkrisenniveau entfernt und benötigen dringend Wachstumsstimuli.

Auch lässt sich die Wirkung bereits am Geldmengenwachstum erkennen (Grafik 8). Nach Jahren des signifikanten Unterschreitens des ehemaligen Wachstumskorridors der Bundesbank ist es der EZB gelungen, diesen im Januar 2015 wieder zu erreichen. Bleibt zu hoffen, dass das dringend benötigte Geldmengenwachstum für längere Zeit im Korridor bleibt.

Gestatten wir uns an dieser Stelle einen Blick auf die Entwicklung des Euros. Grafik 9 veranschaulicht den doch mittlerweile als rasant zu bezeichnenden Verfall des Außenwerts gegenüber den Handelspartnern. Die Wirkung auf die Exportchancen und damit auf das Wachstum innerhalb der Eurozone sollte bald deutlich zu spüren sein, wenn auch zu Lasten Dritter, wie beispielsweise der Schweiz und Dänemarks. Ob der weitere Rückgang des Euros allerdings im gleichen Maße fortgesetzt werden kann, bleibt angesichts der riesigen spekulativen Shortposition am *Chicago Mercantile Exchange* (CME) fraglich (Grafik 10).



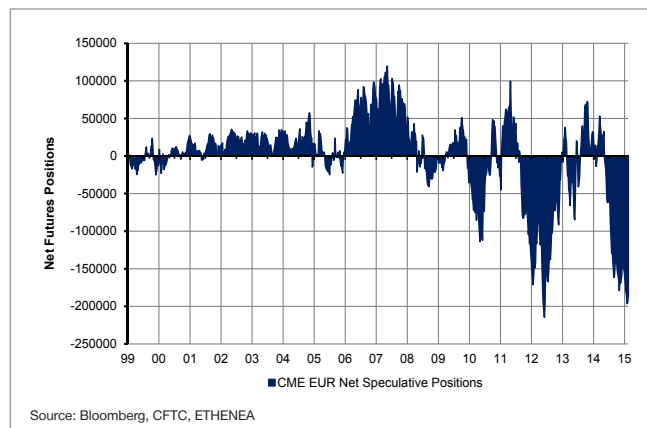
Grafik 7: Indizierter relativer Verlauf des BIP seit dem ersten Quartal 2008



Grafik 8: Geldmengenwachstum der Eurozone



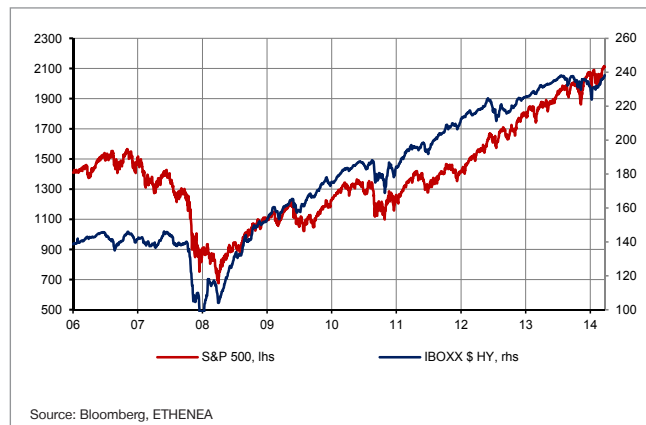
Grafik 9: Handelsgewichteter Eurowechselkurs



Grafik 10: Spekulative Positionen im Euro an der CME



Grafik 11: Aktienindex S&P 500 und der iBOXX High Yield Bond Index



Grafik 12: Aktienindex S&P 500 und der iBOXX High Yield Bond Index

Bevor wir uns im nächsten Teil dieses Marktkommentars in eine nicht immer ganz ernst gemeinte Analyse des Deutschen Aktienindex stürzen, werfen wir einen letzten Blick auf Grafik 11, die das Zusammenspiel zwischen dem US-Aktienmarkt und dem US-High-Yield-Markt abbildet. Die beobachtete Divergenz seit Mitte Oktober 2014 (Kalen-derwoche 42) hat sich mittlerweile fast komplett geschlossen. Grafik 12 zeigt, dass auch langfristig eine hohe Korrelation zwischen diesen beiden Marktsegmenten existiert. Da wir im jetzigen Umfeld sehr positiv für europäische Aktien bleiben, nicht an eine Abkoppelung zwischen den Märkten der USA

und der Eurozone glauben und insofern auch weiterhin positiv gegenüber amerikanischen Aktien bleiben (wenn auch zu einem geringeren Grad), sind wir konsequenterweise auch weiterhin positiv für gute High-Yield-Anleihen im USD-Raum gestimmt.

Es ist sehr wahrscheinlich, dass wir in vielerlei Hinsicht den Rubikon überschreiten werden. Nicht nur bei negativen Renditen von Staatsanleihen und Darlehen sondern auch bei den Kursen der Aktienmärkte, wie im folgenden *Tongue-in-Cheek*-Beitrag ausführen wollen.

DAX 175.000?

Gerade zwei Monate ist das Jahr 2015 alt und manch einer reibt sich bei einem Blick auf den Aktienmarkt wohl verwundert die Augen. Die üblichen Expertenprognosen à la „...der DAX steigt dieses Jahr um 8 %...“ sind bereits ein Fall fürs Altpapier. Denn der deutsche Leitindex notiert gut 15 % im Plus und erreicht eine Rekordmarke nach der anderen. In der medialen Berichterstattung werden diese guten Nachrichten überwiegend mit einer Mischung aus unglaublichem Zweifel und Warnungen vor der nächsten Korrektur kommentiert. Es vergeht kaum ein Interview, in dem nicht zumindest einmal kritisch hinterfragt wird, ob der Aktienmarkt nicht bereits zu hoch bewertet sei und warum wir gerade jetzt deutlich höhere Aktiengewichtungen in unseren Fonds halten als in der Vergangenheit. Ist die Sorge vor dem nächsten Rückschlag wirklich berechtigt? Was ist auf diesem Niveau noch drin für den Aktienmarkt?

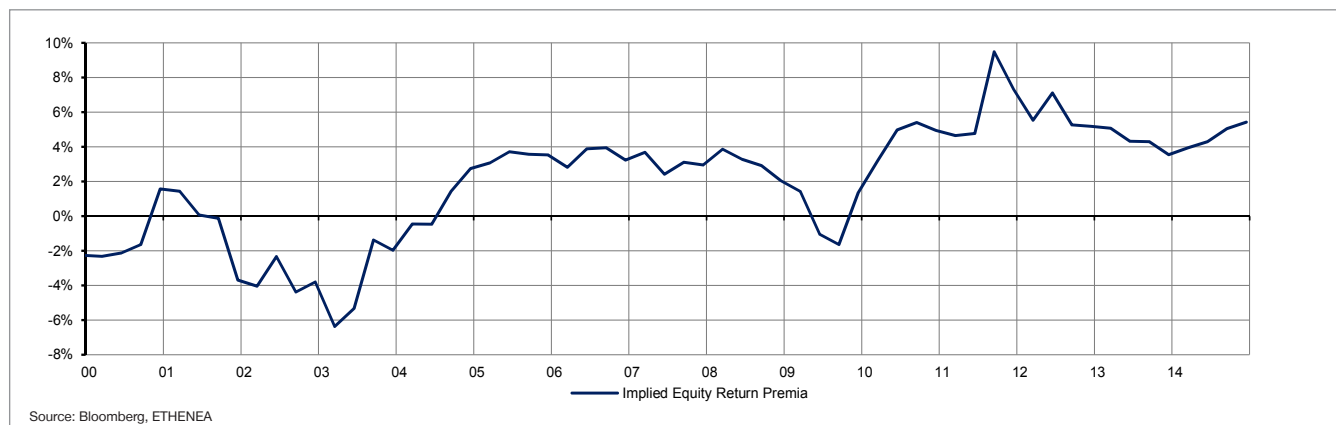
Ohne Zweifel sind die Bewertungen in den letzten Jahren deutlich gestiegen. Absolut gesehen, kann man den Markt, bei einem historischen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von rund 20 Mal für den DAX, kaum als billig bezeichnen. Andererseits sind die Bewertungen im Bondmarkt noch viel teurer und man scheut sich aufgrund der mageren Renditen allerorten nicht

davor, Ländern wie Portugal oder Irland, die vor kurzem noch am Rand des Staatsbankrotts standen, Geld zu 1 % auf zehn Jahre zu leihen.

Trotzdem sehen Anleihefonds in Deutschland immer noch höhere Mittelzuflüsse als Aktienfonds. Die Zahl der Aktienbesitzer ist hier seit 2001 von ca. 12,8 Millionen auf 8,4 Millionen gefallen.⁴ Aktienbesitz ist allenfalls eine Randerscheinung in der Gesellschaft. Börsenpsychologisch gesehen ist das nicht verwunderlich, denn die Erinnerung an zwei schmerzhaft Crashes ist noch frisch, weltweit und bei den Deutschen ganz besonders. Eine tiefsitzende Scheu gegenüber dem Anlageinstrument Aktie ist zu beobachten. Jeder neue Höchststand des Marktes wird skeptisch als Indiz für eine übertriebene Spekulation gewertet. Die apokalyptischen Phantasien der hinlänglich bekannten Krisenpropheten haben sich tief ins kollektive Unterbewusstsein der besorgten Bevölkerung eingegraben. Sieht so also ein Markt aus, der kurz vor dem Platzen einer spekulativen Blase steht?

Nicht nur diese Beobachtungen sprechen eher gegen ein bevorstehendes Ende des Bullenmarktes. Geht man über die

⁴ Quelle: Deutsches Aktieninstitut, Jahresbericht 2014



Grafik 13: Risikoprämie des DAX-Index gegenüber 10-jährigen Anleihen der Bundesrepublik Deutschland, quartalsweise Datenbasis seit 1999

isolierte Betrachtung der absoluten Bewertungen im Aktienmarkt hinaus und setzt diese ins Verhältnis zu den anderen verfügbaren Anlagealternativen, erscheinen Aktien alles andere als grotesk überbewertet. Das lässt sich gut anhand einer Betrachtung der impliziten Aktienrisikoprämien zeigen.

Das Konzept der Aktienrisikoprämie sollte jedem leicht einleuchten: Weil Aktionäre grundsätzlich einem höheren Risiko bis hin zum Totalverlust ausgesetzt sind als Anleihegläubiger, sollten sie für die Investition in eine Aktie auch eine höhere Verzinsung verlangen. Die Differenz zwischen dem risikofreien Zinssatz und der zu erwartenden Rendite einer Aktie nennen wir Aktienrisikoprämie. Liegt der risikofreie Zinssatz bei 5 %, beträgt bei einer Firma mit 10 % Return on Equity, deren Aktie zu einem Kurs-Buch-Verhältnis von 1 Mal gehandelt wird, die implizite Aktienrisikoprämie ebenfalls 5 %. So viel mehr Rendite können Anleger langfristig aus einem Investment in diese Firma erwarten, als wenn sie einfach vermeintlich risikofreie Staatspapiere kaufen würden. Steigt die Bewertung, sinkt ceteris paribus die Risikoprämie und umgekehrt. Sie ist eine Residualgröße, die sich aus dem Zusammenspiel von Unternehmensprofitabilität, Zinsniveau und Marktbewertung ergibt und eine gute Indikation für die Risikoneigung der Anleger darstellt.

Im langfristigen historischen Mittel betrug die Aktienrisikoprämie rund 4 %.⁵ Jedoch gab es mehrfach Phasen, in denen sie auf 0 % oder sogar darunter gefallen ist, was bedeutet, dass Aktien wesentlich höher bewertet waren als die risikofreien Bundesanleihen.⁶ Am Zenit des *Neuen Marktes* Ende der 1990er Jahre wies der DAX beispielsweise ein KGV von etwa 40 Mal aus, während die 10-jährigen Bundesanleihen – bei rund 5 % Rendite – mit einem KGV von 20 Mal echte Schnäppchen waren. Wenngleich heute so mancher mit Blick auf den DAX-Chart schon Höhenangst verspürt: Selbst nach sechs Jahren Bullenmarkt sind Aktien im Vergleich zu Anleihen immer noch deutlich günstiger. Auf dem aktuellen DAX-Niveau liegt die implizite Aktienrisikoprämie mit gut

4,5 % immer noch über dem historischen Durchschnitt (Grafik 13).

Nachdem die EZB es mit der Ankündigung ihres QE-Programms nun tatsächlich geschafft hat, fast ein Drittel des ausstehenden Volumens risikofreier Staatsanleihen in den negativen Renditebereich zu drücken, besteht wohl kein Zweifel mehr daran, dass wenigstens ein Teil des frischen Geldes auf der verzweifelten Suche nach Rendite seinen Weg in den Aktienmarkt finden wird. Und noch sieht es alles andere als spekulativ aus, Blue Chips mit ziemlich sicheren Dividendenrenditen von 4 bis 5 % und der Aussicht auf zukünftiges Wachstum zu kaufen.

Wenn der künstlich geschaffene Anlagedruck hingegen zunimmt, wird die Aktienrisikoprämie unweigerlich fallen. Wagen wir also das Gedankenexperiment und nehmen an, dass die Zinsen auf absehbare Zeit auf ihren Tiefständen verharren und die Unternehmensprofitabilität einigermaßen stabil bleibt. Dann können wir leicht die möglichen Indexstände des DAX zu verschiedenen impliziten Aktienrisikoprämien abschätzen (Grafik 14).

Risk Premium	Price/Book	Index Level
5 %	1.86x	11,069
4 %	2.29x	13,643
3 %	2.99x	17,778
2 %	4.29x	25,507
1 %	7.58x	45,128
0 %	29.88x	177,779

Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafik 14: Theoretischer Indexstand des DAX zu verschiedenen impliziten Aktienrisikoprämien (Annahme: risikofreier 10-jähriger Zins 0,3 %; Unternehmensgewinne / Buchwerte konstant wie im FY2014)

⁵ Dieser Wert entspricht etwa dem Mittelwert der letzten 100 Jahre im US-Markt. Die Datenbasis für den DAX ist begrenzter, aber vergleichbar.

⁶ Die Phase zwischen 2001 und 2003 nehmen wir aus der Betrachtung heraus, da die DAX-Unternehmen dort aufgrund großer Abschreibungen vorübergehend Verluste auswiesen und die Zahlen mithin etwas überzeichnet sind.

Fiele die Aktienrisikoprämie also lediglich in Richtung des historischen Durchschnittsniveaus von rund 4 %, so stünde der DAX bereits bei über 13.500 Punkten. Dieses Szenario dürfte problemlos noch im Laufe dieses Jahres eintreten. Ein Blick über den Atlantik zeigt uns, wie es weitergehen könnte: In den USA hat sich die Aktienrisikoprämie nach jahrelangem QE-Experiment inzwischen auf rund 3 % eingeeengt. Es ist also nicht unwahrscheinlich, dass der DAX irgendwann nachzieht und wir 2016 Indexstände von über 17.000 Punkten sehen könnten.

Auf diesem Niveau könnte das Fieber langsam erwachen, der eine oder andere könnte wieder einen Effektenkredit bemühen, um sich etwas dazuzuverdienen und die pure Gier könnte die Risikoprämie auf 2 % und dann auf 1 % drücken.

Wir können den verführerischen Hauch des Neuen Marktes schon spüren, wenn der DAX erst die 25.000er-Hürde nimmt und dann im Spurt auf 45.000 Punkte rauscht. Stelle man sich nun noch vor, dass die europäische Volkswirtschaft tatsächlich irgendwann wieder Fahrt aufnehmen sollte und die Unternehmensgewinne auch dank des schwachen Euro-Kurses nochmals anziehen könnten ...

Na, da wird auch uns die Vorstellung ein bisschen unheimlich. Eine Prognose aus Absurdistan? Nein, denken wir – hiermit wären nur die möglichen Auswirkungen des QE-Wahnsinns konsequent zu Ende gedacht. Ab einem DAX-Stand von 175.000 würden wir Ihnen übrigens eher wieder den Kauf der 10-jährigen Bundesanleihen empfehlen.

Makroökonomischer Ausblick >>

Die Hauptakteure auf dem politischen Parkett waren seit dem Erscheinen des letzten Marktkommentars weiterhin Griechenland und die Eurogruppe. Während sich die Verhandlungen nach dem klassischen Angsthassen-Spiel bis zur letzten Minute zuspitzten, blieben die Märkte weitgehend unbeeindruckt. Einzig griechische Aktien und Anleihen litten unter der Verhandlungstaktik der SYRIZA. Da Griechenlands ökonomische Bedeutung für die Eurozone jedoch gering ist, waren diese Verwerfungen lokal isoliert. Somit blieb der EUR/USD-Kurs während den Verhandlungen stabil und drehte erst später, in Folge des nahenden QE.

Ein Thema, das durchaus mehr Potenzial für ernsthafte wirtschaftliche Konsequenzen birgt, ist der andauernde Konflikt in der Ostukraine und die Unzuverlässigkeit Russlands als Verhandlungspartner. Auch hier weiß Moskau genau um die Taktik des Westens, welcher unter der Führung von Angela Merkel eine Eskalation in Form eines Krieges verhindern will, und reizt dies aus. Wie viel Provokation der Westen hinnehmen wird, bleibt abzuwarten. Obwohl dieser Konflikt aus europäischer Sicht eine ernstzunehmende Bedrohung ist, stehen die Marktreaktionen bzw. der Einfluss auf die Wirtschaftsentwicklung weiterhin aus.

Letztere hat im vergangenen Monat entsprechend unserer Erwartung weiter in Richtung Erholung gedreht. Daher bleibt unsere Einschätzung der Konjunktur seit dem letzten Markt-

kommentar unverändert. Was die Frühindikatoren angezeigt haben, bestätigt sich in den Daten für Januar und Februar. Die Zuversicht der Konsumenten steigt, wie auch die Zahlen des Einzelhandels. Dieser wuchs im ersten Monat des Jahres in Deutschland und Italien so stark wie zuletzt vor der Eurokrise. Ein wichtiger Faktor für die Stimmung der Konsumenten ist die Arbeitslosigkeit, welche überraschend leicht rückläufig war und Ende Januar wieder so tief lag wie im Mai 2012. Auch der deflationäre Druck hat nach der Stabilisierung des Ölpreises im Januar abgenommen und das Thema scheint für den Moment vom Tisch zu sein.

Positiv überraschte Italien, während Frankreich den anderen Mitgliedstaaten weiter hinterherhinkt. Unter einem drohenden Defizitverfahren der EU-Kommission wegen des anhaltend (zu) hohen Haushaltsdefizits scheinen nun auch der französische Präsident François Hollande und sein Wirtschaftsminister gemerkt zu haben, welche Stunde geschlagen hat. So haben sie im letzten Monat mit Hilfe eines selten genutzten Verfassungsinstruments über die Köpfe des Parlaments hinweg erste wirtschaftsfreundliche Reformen eingeleitet. Doch auch das italienische Parlament, welches den ersten Teil einer größeren Arbeitsmarktreform verabschiedet hat, gibt Grund zur Hoffnung, dass sich Europa politisch in eine wirtschaftlich unterstützende Richtung bewegt. Aufgrund dessen erwarten wir auch weiterhin eine allmähliche Erholung in Europa. Die Aussicht auf Realwachstum über einen anziehenden Konsum,

Liquidität und tiefe Zinsen durch die quantitative Lockerung und die steigende Kreditnachfrage bildet ebenfalls ein attraktives Umfeld für Aktien.

Vor allem das Thema QE in Europa sowie der mögliche Zeitpunkt einer ersten Zinsanhebung in den USA waren im letzten Monat marktbestimmend. In Erwartung des nahenden Starts des QE-Programms der EZB haben die Märkte einen signifikanten Teil der Entwicklung bereits vorweggenommen. So haben wir eine starke Konvergenz der Renditen von zentralen und peripheren Mitgliedsländern der Europäischen Währungsunion gesehen. Dabei haben die Renditen für 10-jährige portugiesische Staatsanleihen jene von 10-jährigen Treasuries unterschritten.

Die langfristigen Zinsen für US-Treasuries haben sich im Gegensatz dazu weiter gefestigt. Diese Entwicklung spiegelt die Markterwartung hinsichtlich eines ersten Zinsschritts der US-Fed im Sommer 2015 nach der Publikation positiver Arbeitsmarktzahlen wieder (Non-Farm Payrolls für Januar). Diese Erwartungen werden mit jeder öffentlichen Äußerung oder Information der US-Notenbanker überprüft und adjustiert. Die wollen sich ihrer Flexibilität aber nicht berauben lassen und so sind die jeweiligen Statements abwechselnd oder gar gleichzeitig, je nach Standpunkt, als *dovish* oder *hawkisch* zu bezeichnen. Im Besprechungsprotokoll der Sitzung im Januar etwa konnte man lesen, dass das Risiko, welches mit einer

verfrühten Anhebung der Zinsen verbunden ist, von der Fed hoch eingeschätzt wird. Andererseits ist ein solcher Schritt als Rückkehr zur Normalisierung der Geldpolitik gewünscht und wird mit der Prüfung konkreter Begleitmaßnahmen praktisch anvisiert. Um den Interpretationsspielraum der Märkte noch zu erweitern, hat die Fed-Vorsitzende Janet Yellen eine Rede vor dem Kongress dazu genutzt, die Eliminierung des Ausdrucks *Patient* aus dem Policy Statement vorzubereiten. Zugleich kühlte sie die Erwartung, dass dies eine Zinsanhebung in den zwei folgenden Sitzungen des Offenmarktausschusses implizieren würde, ab. Vielmehr würde danach von Sitzung zu Sitzung datenabhängig entschieden, ob der Zeitpunkt für diesen Schritt gekommen ist. Voraussetzung dafür ist allerdings eine weitere Verbesserung im Arbeitsmarkt, vor allem in Form von Lohnwachstum. Somit bleiben die Markterwartungen bezüglich eines ersten Schritts Mitte 2015 bestehen und halten die Zinsen der 10-jährigen Treasuries über 2 %.

Auch ohne Zinsanhebung steht die Geldpolitik der US-Notenbank im Kontrast zum weltweiten Geldmarkt, wo seit Beginn des Jahres ganze 20 Zentralbanken monetäre Lockerungen vorgenommen haben. Erhöht die Fed in diesem Umfeld die Zinsen, wird das den Dollar weiter stärken. Obwohl in den USA bereits von einigen Seiten Bedenken bezüglich der erstarkten Währung geäußert wurden, erwarten wir, dass die erste Zinsanhebung im zweiten Halbjahr dieses Jahres erfolgen wird.



Autoren >>

Guido Barthels

Portfolio Manager, CIO
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Positionierung der Ethna Funds >>

Ethna-DEFENSIV



Im Februar überschritt das Fondsvolumen des Ethna-DEFENSIV erstmals die Grenze von über 1 Mrd. EUR. Wir möchten uns daher an dieser Stelle bei Ihnen für das in uns gesetzte Vertrauen bedanken.

Die höhere Volatilität auf der USD-Zinsseite veranlasste uns dazu, die Modified Duration teilweise kurzfristig anzupassen, um negative Auswirkungen auf das Portfolio abzufangen. Wir erwarten, dass bis zur ersten Zinserhöhung der Fed im Juni oder September das Umfeld der höheren Volatilität im USD-Bereich anhält. Daher sind wir jederzeit bereit, über den Einsatz von Zinsfutures die Duration abzuändern oder, sofern nötig, komplett abzusichern. Da zum Ultimo keine Absicherung mehr bestand, blieb die Duration des Gesamtportfolios nahezu unverändert. Gleichzeitig wurde ein Großteil der Mittelzuflüsse in USD-denominierte Unternehmensanleihen und EUR-denominierte portugiesische Staatsanleihen investiert. Die USD-Unternehmensanleihen bieten sehr attraktive Renditeaufschläge von bis zu 200 Basispunkten auf zehn Jahre für gute Unternehmen mit Investment-Grade. Entsprechend sind diese Wertpapiere auch weniger von den

Schwankungen der USD-Treasury-Kurve betroffen. Der Bestand an portugiesischen Staatsanleihen wurde hingegen erhöht, da wir für diese Papiere, wie auch für spanische und italienische Anleihen, trotz der schon sehr starken Performance seit Jahresanfang weiteres Potenzial durch das im März startende QE-Programm sehen. In Antizipation dieses Programms fielen 10-jährige portugiesische Renditen dieses Jahr schon über 80 Basispunkte auf knapp 1,8 %, womit sie gegenwärtig sogar 20 Basispunkte niedriger als 10-jährige US-Staatsanleihen in USD handeln.

Der Ethna-DEFENSIV hat das Netto-Aktien-Exposure auf 8,7 % erhöht und liegt damit nahe seiner Höchstgrenze von 10 %. Zukäufe fanden vor allem über Future-Kontrakte auf dem DAX und EURO STOXX 50 statt, um von der aktuellen Rallye in Europa, welche durch den schwachen Euro und ein sich stabilisierendes makroökonomisches Umfeld geprägt ist, zu profitieren.

Auf der Währungsseite wurde das USD-Exposure leicht auf knapp 4 % zum Ultimo erhöht, um von einer Fortsetzung der geldpolitischen Divergenz zwischen den USA und der Eurozone zu profitieren sowie die Volatilität des USD-Bondsportfolios zu reduzieren und entsprechend die Gesamtvolatilität des Fonds auf niedrigem Niveau beizubehalten.

Ethna-AKTIV



Während im Januar USD-denominierte Anleihen stark vom sinkenden Ölpreis und dem aufgewerteten USD als Deflator profitierten und zum Beispiel die Renditen 10-jähriger Treasuries um über 50 Basispunkte sanken, drehte sich das Bild im Februar. Unterstützt von sehr guten Zahlen am US-Arbeitsmarkt, änderte

sich die Antizipation des Marktes, dass die erste Zinserhöhung der Fed im Juni durchaus möglich sei. Die Folge war ein Anstieg der 10-jährigen US-Treasury-Renditen von über 40 Basispunkten. Um die damit verbunden negativen Effekte aufs Portfolio zu minimieren und die Volatilität gering zu halten, wurde der Bestand an USD-denominierten Anleihen von über 38 % auf 23 % reduziert.

Der Fokus lag hierbei insbesondere auf US-Staatsanleihen, wodurch das durchschnittliche Rating des Rentenportfolios um zwei Notches auf BBB+ bis A- fiel, aber immer noch im guten Investment-Grade-Bereich liegt. Der Bestand an USD-

denominierten Unternehmensanleihen wurde dabei nicht angerührt, da diese Wertpapiere aufgrund der sehr attraktiven Credit Spreads eine ordentliche Zusatzrendite von teilweise bis zu 200 Basispunkten (im Investment-Grade-Bereich) gegenüber Treasuries bieten. Gleichzeitig wurde der Bestand an EUR-denominierten Anleihen im Portfolio auf knapp 20 % aufgestockt. Fokussiert wurden spanische und portugiesische Staatsanleihen, die mit dem Beginn des europäischen QE-Programms ab März aufgrund der sich fortsetzenden Yield-Konvergenz im Euroraum weiteres Potential für Kursgewinne besitzen.

Der Schwung, den die QE-Ankündigung der europäischen Zentralbank in die Märkte gebracht hat, konnte in den Februar mitgenommen werden. Hinzukam die Hoffnung, dass die europäische Wirtschaft auf den Wachstumspfad zurückkehrt. In diesem guten Umfeld haben wir die das Netto-Aktien-Exposure des Ethna-AKTIV zum Ende des Monats um 3,3 % auf 40,4 % erhöht. Zugekauft haben wir europäische Bankaktien. Obwohl das Niedrigzinsumfeld die

Branche vor Herausforderungen stellt, werden Unternehmen von einer verbesserten Wirtschaftslage in Europa direkt profitieren, da auf der einen Seite die Rückstellungen für schlechte Kredite sinken und auf der anderen Seite die Nachfrage nach neuen Finanzierungen ansteigt. Ebenfalls aufgebaut haben wir das Exposure im US-Retailsektor. Der nach wie vor tiefe Ölpreis und eine gute Wirtschaftsentwicklung sorgen hier für eine gesunde Konsumnachfrage. Abgebaut haben wir bei den europäischen Versicherungsaktien und entsprechende Gewinne realisiert. Der dividendenstarke Sektor blickt auf eine mehrjährige Outperformance gegenüber dem gesamten Aktienmarkt zurück.

Ethna-DYNAMISCH



Die globalen Aktienmärkte setzten ihren Aufwärtstrend im Februar fort. Nach dem schwachen Jahresauftakt schnitten nun auch US-Aktien wieder deutlich besser ab, während die europäischen Märkte weiterhin positiv in den Start des QE-Programms der EZB hineinliefen.

Nach den Turbulenzen im Januar war es auf der Währungsseite im Monatsverlauf sehr ruhig. Auf der Rentenseite zeigte sich hingegen ein bipolares Bild. In Erwartung einer baldigen Zinserhöhung stiegen die Renditen in den USA kräftig an, während sich in Europa nach der vorübergehenden Rettung Griechenlands vor allem die Spreads der Peripheriestaaten weiter dramatisch einengten.

Auf der Aktienseite haben wir die Gewichtung am Monatsanfang nochmals um rund 10 % angehoben. Damit beträgt die Aktienquote nun ca. 62,5 %, wobei das Netto-Exposure durch unsere laufenden Put Hedges etwas geringer ausfällt. Aus geographischer Sicht gab es keine größeren Veränderungen. Die Gewichtung in den USA und der Schweiz wurde leicht zurückgefahren, während wir in Japan, Kanada und der Eurozone leicht aufgestockt haben. Unser bevorzugter Sektor im Aktienbereich sind mit etwa 11,5 % Gewicht weiterhin die Versicherungen, die mit stabilen Cash Flows, guten Dividenden und insgesamt moderaten Bewertungen punkten

Auf der Währungsseite nutzten wir die Volatilität an den Märkten, um unser USD-Exposure wieder auf 13,3 % per Ultimo zu erhöhen. Begünstigt wurde die Marktlage hierbei durch die Verhandlungen der Eurozone mit Griechenland und Kommentare von Fed-Präsidentin Janet Yellen, welche einige Unsicherheit im Markt verursachten. Der Start des Quantitative Easing vonseiten der EZB im März und die erhöhte Unsicherheit bezüglich des ersten Zinsschritts der Fed versprechen in unseren Augen weiteres Potenzial für eine Aufwertung des USD sowie eine Möglichkeit, die Gesamtvolatilität des Portfolios zu reduzieren.

können. Ähnlich hoch liegt insgesamt auch die Gewichtung im Technologiesektor, wo wir insbesondere in den USA nach vereinzelt Kursrückschlägen nochmals leicht aufgestockt haben.

Mit Erhöhung der Aktienquote haben wir analog die Rentenquote um etwa acht Prozentpunkte auf ca. 31 % reduziert. Verkauft wurden vor allem Papiere im längeren Laufzeitenbereich, um die Duration des Portfolios um 0,9 Punkte auf 4,6 zu reduzieren. Amerikanische Staats- sowie Unternehmensanleihen mit eng zusammengelaufenen Spreads haben wir abgegeben und das Geld vereinzelt in kürzer laufende Hochzinsanleihen reinvestiert. Die aktuelle Rendite des Portfolios beträgt etwa 3,3 %.

Auf der Währungsseite gab es nur leichte Veränderungen gegenüber dem Vormonat. Das Fremdwährungs-Exposure blieb mit 21,6 % nahezu unverändert. Die Gewichtung in NOK, JPY und EUR stieg durch Umschichtungen in die entsprechenden Märkte leicht an, während die Gewichtung von USD, CHF und GBP leicht abnahm. Da sich an der extrem überverkauften Situation des Euros und insbesondere der Konsens-Long-Position im US-Dollar nichts verändert hat, obgleich auch dort eher schwächere makroökonomische Daten das Bild dominierten, sind wir auf der Währungsseite momentan sehr vorsichtig. Die Liquidität fiel um 4 % auf rund 7 %.

Autoren >>

Das Portfolio Management

Guido Barths, Luca Pesarini, Daniel Stefanetti,
Peter Steffen, Arnoldo Valsangiacomo und Team

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	86.47	1.1224	1.06629	0.7286	134.01	1.43512	8.5813	1.40107	2.812	7.0588
-1m	-0.7 %	-0.6 %	2.7 %	-3.0 %	1.1 %	-1.3 %	-1.9 %	-2.4 %	1.9 %	-0.6 %
ytd	-6.9 %	-7.2 %	-11.3 %	-6.2 %	-7.6 %	-3.2 %	-5.3 %	-0.3 %	-0.6 %	-6.2 %

German Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	-0.229	-0.09	0.318	55	49	257	53	124
-1m	-5	-4	2	6	-11	-66	-15	-19
ytd	-13	-11	-22	-9	-14	-88	-14	-25

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	172	145	2	27	7	4	100	94	251	910	56
-1m	134	103	-2	23	8	7	129	112	234	1087	84
ytd	163	122	-21	29	10	14	135	107	215	920	71

Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	11,324.7	18,214.42	3,572.72	4,912.71	6,947.65	18,797.94	3,310.303
-1m	5.9 %	6.1 %	6.6 %	6.7 %	2.9 %	6.4 %	3.1 %
ytd	15.5 %	2.2 %	13.5 %	15.0 %	5.8 %	7.7 %	2.3 %
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	14.7	16.9	15.5	16.2	16.2	20.4	12.9
-1m	6.4 %	6.4 %	7.9 %	8.7 %	6.9 %	7.1 %	5.4 %
ytd	8.7 %	7.5 %	8.9 %	10.0 %	16.5 %	6.8 %	-5.7 %

Grafik 15: 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-
27/02/2015	Ethna-AKTIV	3.33 %	BBB+	A-	5.85	3.77 %	5.49
27/02/2015	Ethna-DEFENSIV	2.85 %	A	A+	5.75	3.22 %	5.69
27/02/2015	Ethna-DYNAMISCH	3.42 %	BBB+	A-	4.62	3.29 %	4.37

Grafik 16: Kennzahlen der Ethna Fonds zum Monatsende*

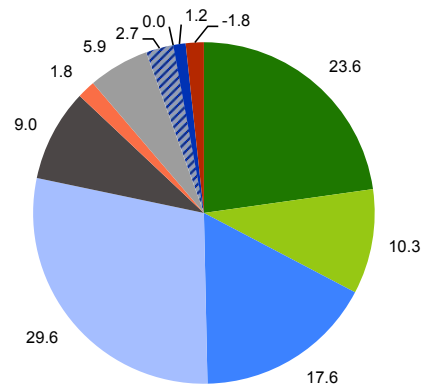
Ethna-DEFENSIV

% of Total NAV

- AAA
- AA
- A
- BBB
- NON IG
- Not rated
- Equities
- Tactical reserve*
- Equity Hedge
- Cash
- Others

* for potential direct investments and derivatives in equities

Source: ETHENEA

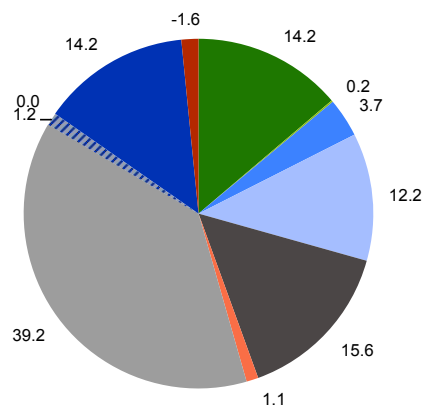
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DEFENSIV** nach Emittenten-Rating***Ethna-AKTIV**

% of Total NAV

- AAA
- AA
- A
- BBB
- NON IG
- Not rated
- Equities
- Tactical reserve*
- Equity Hedge
- Cash
- Others

* for potential direct investments and derivatives in equities

Source: ETHENEA

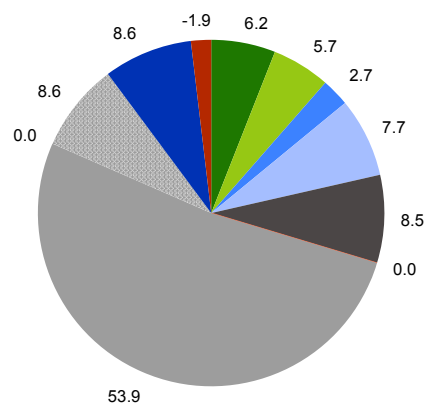
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV** nach Emittenten-Rating***Ethna-DYNAMISCH**

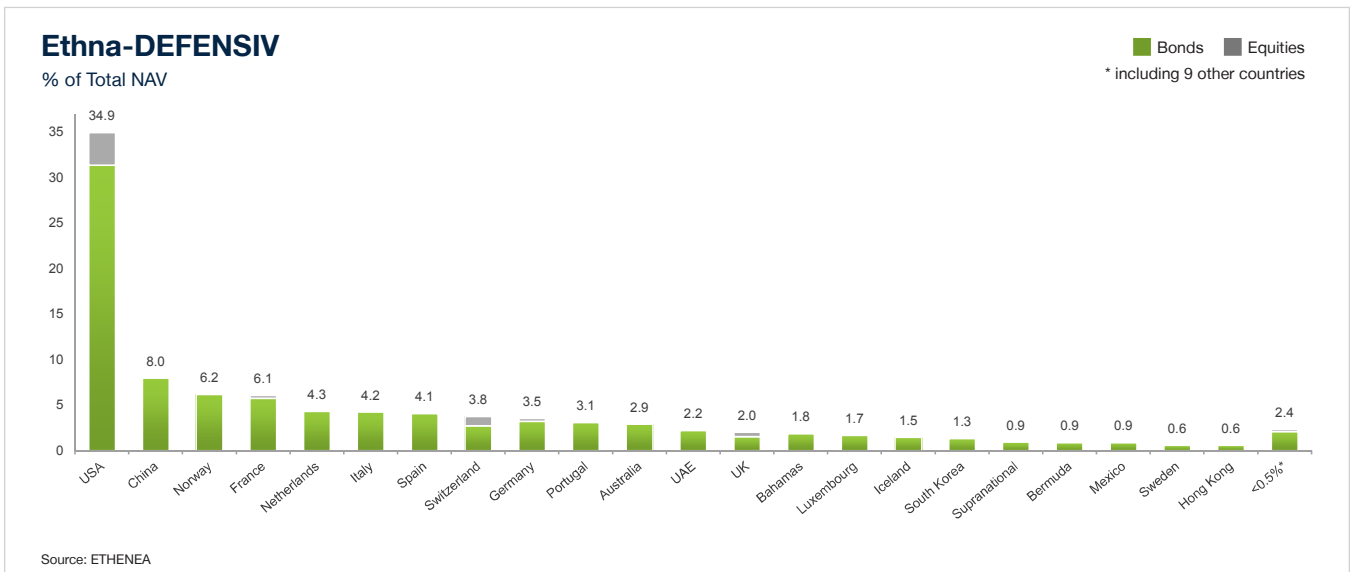
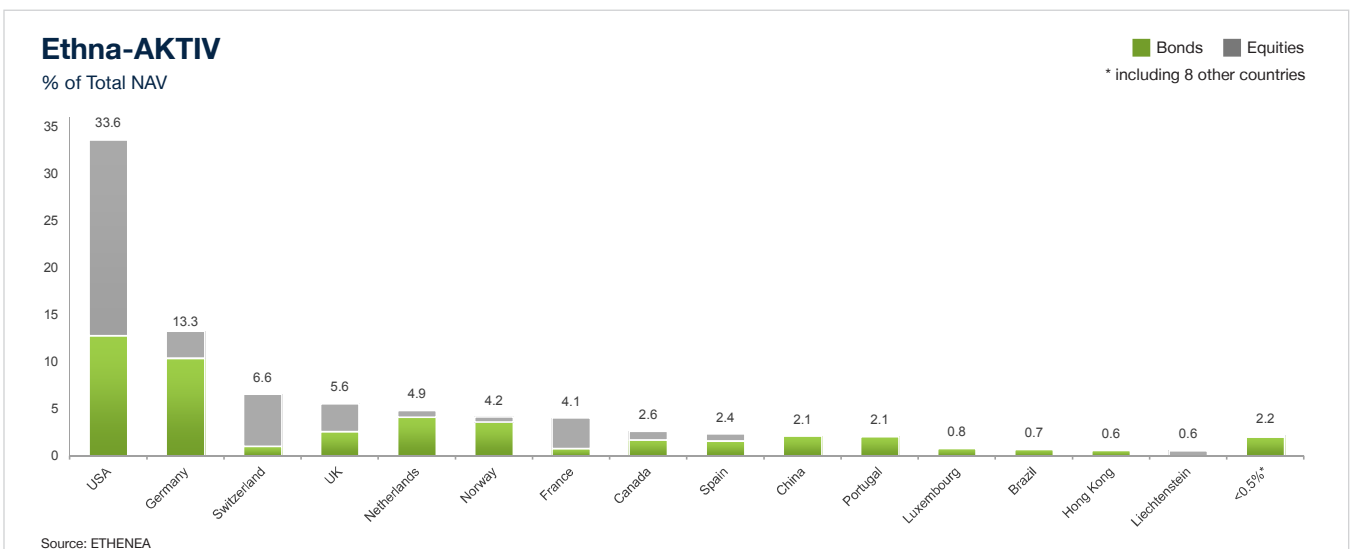
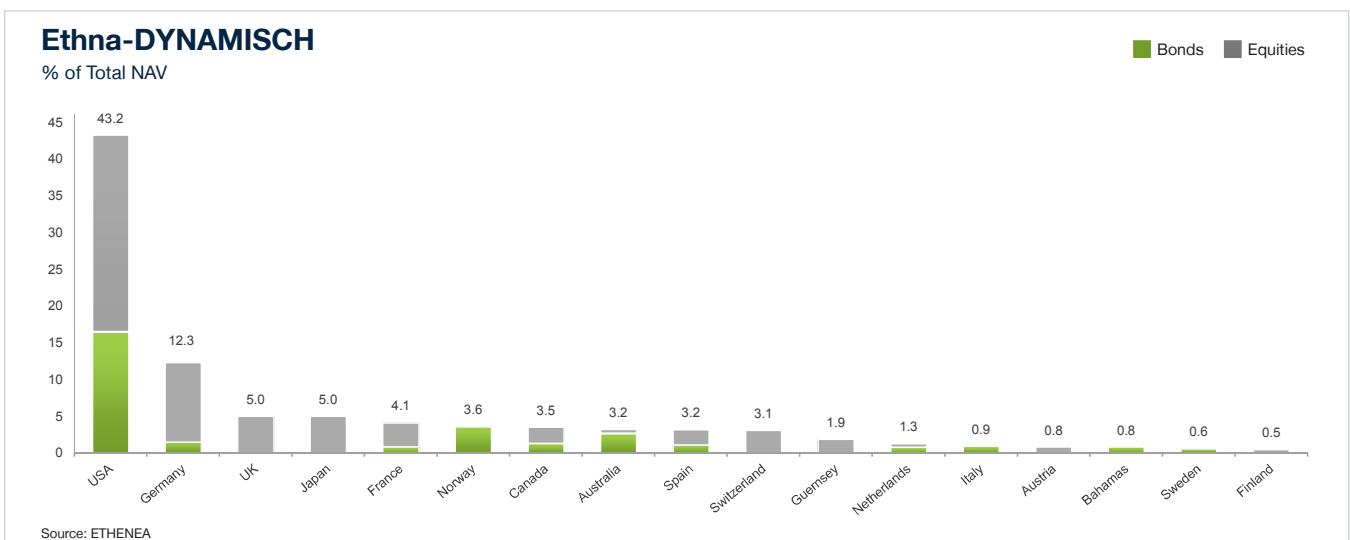
% of Total NAV

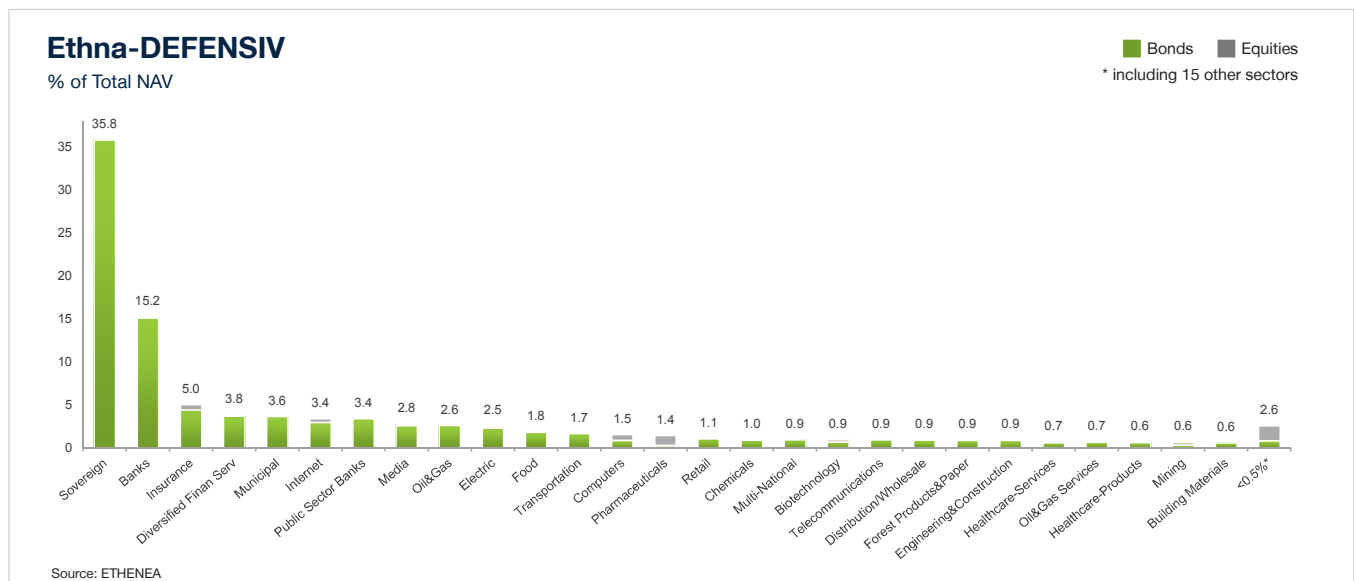
- AAA
- AA
- A
- BBB
- NON IG
- Not rated
- Equities
- Tactical reserve*
- Equity Hedge
- Cash
- Others

* for potential direct investments and derivatives in equities

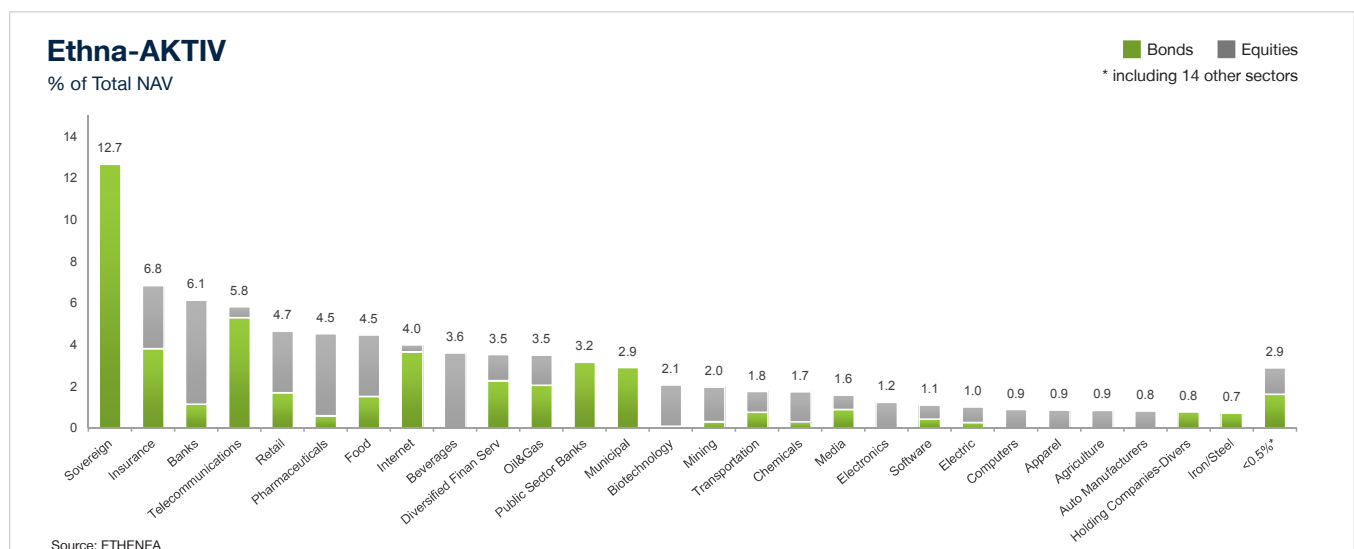
Source: ETHENEA

Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DYNAMISCH** nach Emittenten-Rating*

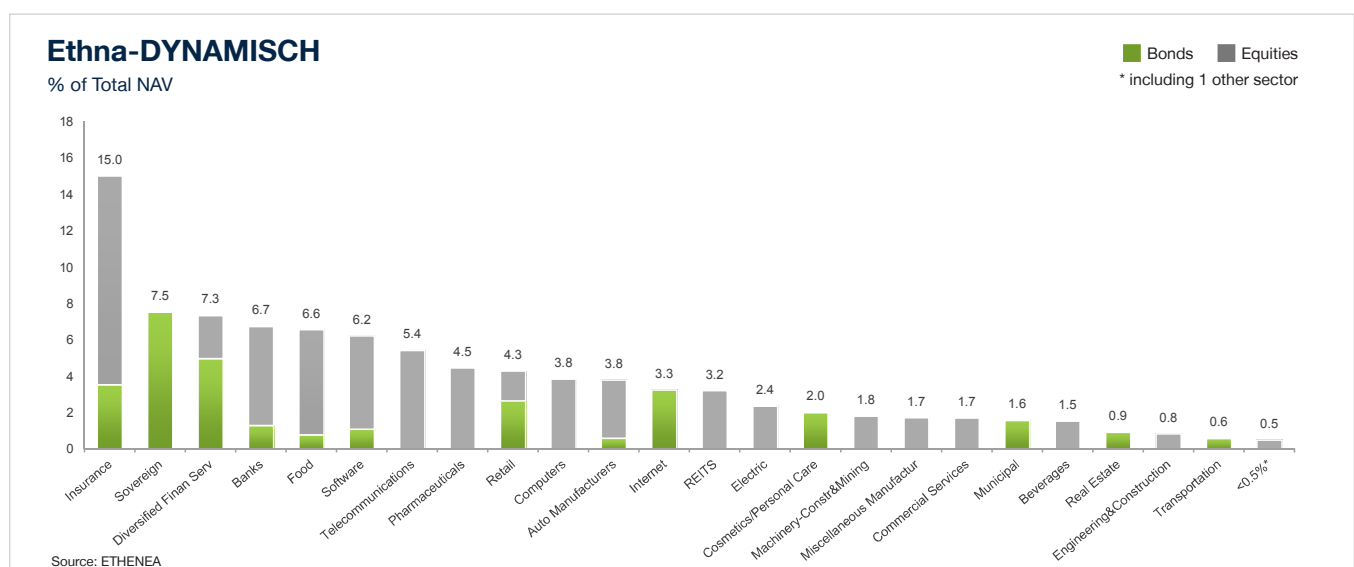
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DEFENSIV** nach Herkunft*Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV** nach Herkunft*Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DYNAMISCH** nach Herkunft*



Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Branche*



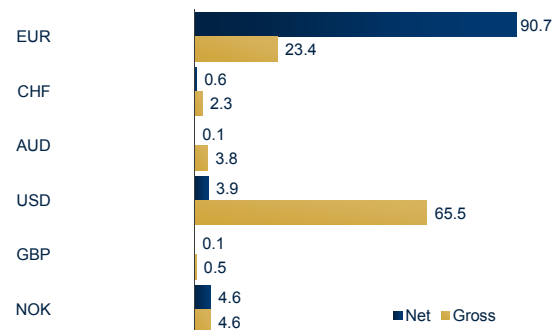
Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche*



Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Emittenten-Branche*

Ethna-DEFENSIV

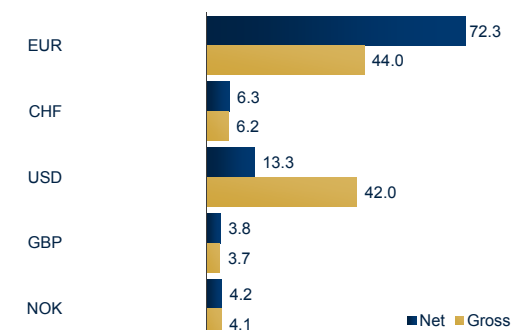
% of Total NAV



Source: ETHENEA

Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DEFENSIV** nach Währungen***Ethna-AKTIV**

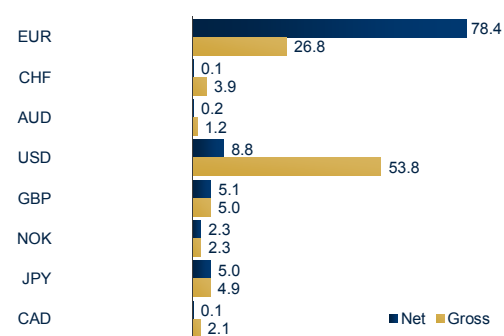
% of Total NAV



Source: ETHENEA

Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV** nach Währungen***Ethna-DYNAMISCH**

% of Total NAV



Source: ETHENEA

Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DYNAMISCH** nach Währungen*

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



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Herausgeber >>

hinten (v.l.n.r.):

Peter Steffen, Daniel Stefanetti,
Guido Barthels und Arnoldo Valsangiacomo

vorne (v.l.n.r.):

Yves Longchamp und Luca Pesarini



Kontakt >>

Für Ihre Rückfragen oder Anregungen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

ETHENEA Independent Investors S.A.
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone +352 276 921 10 · Fax +352 276 921 99
info@ethenea.com · ethenea.com

Auszeichnungen >>



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, 28.02.2015.