



Der Himmel hat keinen eindeutigen Farbcode >>



Die für die Finanzmärkte wohl wichtigste Frage lautet derzeit: Wann wird die Fed in den USA die Zinsen erhöhen? Dazu genügt es nicht, nur eine einzelne Kennzahl zu betrachten. Die Vielzahl und das Facettenreichtum der unterschiedlichen Faktoren müssen einbezogen werden.

Die Realität ist häufig sehr komplex und facettenreich. Doch unsere kognitiven Fähigkeiten, diese Realität wahrzunehmen, zu analysieren und genau zu verstehen, sind meist eher dürftig. Gerne verwendet man daher universelle Schemata oder bekannte Heuristiken, die es einem ermöglichen, die kognitive Verarbeitung zu vereinfachen bzw. überhaupt erst in Gang zu setzen. Analogien hierzu findet man in der Makroökonomie – dort, wo mit Vorliebe versucht wird, komplexe Sachverhalte in einer einzelnen Kennzahl auszudrücken und aus dieser Zahl finale Schlüsse zu ziehen. Die Zusammenfassung gewährleistet zwar eine leichtere Verarbeitung, gleichzeitig besteht aber auch die Gefahr, dass Informationen verloren gehen. Betrachtet man nämlich nur diese eine finale Kennzahl und nicht die einzelnen Facetten und Einflussfaktoren, ist es nicht ausgeschlossen, eine falsche Schlussfolgerung zu ziehen. Dies wiederum könnte unangebrachte, wenn nicht sogar kontraproduktive Maßnahmen zur Folge haben. Denn auch wenn der Himmel auf den ersten Blick einfach nur blau erscheint, so können sich viele Farbwerte dahinter verbergen. Probieren Sie doch einmal den RGB (Rot Grün Blau)-Farbwert R0 G34 B68 (Farbwert von ETHENEA).¹

Die derzeit für die Finanzmärkte wohl wichtigste Frage ist und bleibt daher: Wann wird die Fed (*Federal Reserve*) in den USA die Zinsen erhöhen? Oder, genauer gesagt: Kann die Fed die Zinsen überhaupt erhöhen, obwohl alleine dieses Jahr schon mehr als 23 Zentralbanken (teilweise mehrfach),

unter anderem aufgrund von Wachstumssorgen und Deflationsängsten, den Leitzins gesenkt haben?²

Fakt ist: Mit dem Rausstreichen des Passus *Patience* aus dem letzten FOMC-Statement vom 18. März 2015 hat die Fed zumindest die Märkte darauf vorbereitet, dass in einem der nächsten Meetings, mit Ausnahme von April, eine Leitzinsanhebung erfolgen kann.³ Wichtig ist hierbei insbesondere das Wort *kann*. Denn gleichzeitig mit dem Wegfallen des Signalwortes *Patience* hat die Fed-Präsidentin Janet Yellen mehrfach deutlich darauf hingewiesen, dass es noch keine Entscheidung gibt und diese datenabhängig von Meeting zu Meeting erst gefällt werden wird.

Inhalt >>

Seite 1

[Der Himmel hat keinen eindeutigen Farbcode](#)

Seite 5

[Makroökonomischer Ausblick](#)

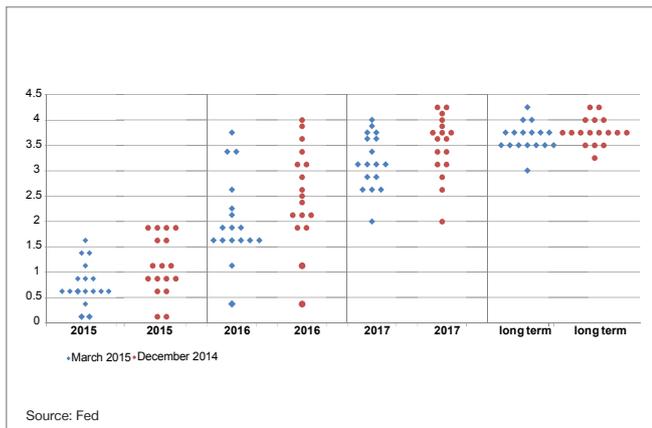
Seite 7

[Positionierung der Ethna Funds](#)

¹ Ändert man die Farbe einer Schrift oder Grafik, kann man dies per – Weitere Farben – Benutzerdefiniert entsprechend individualisieren.

² Quelle: ETHENEA; chronologischer Stand 27.03.2015: Usbekistan, Rumänien, Schweiz, Ägypten, Peru, Türkei, Kanada, Europa (EZB), Pakistan, Singapur, Albanien, Russland, Australien, China, Dänemark, Schweden, Indonesien, Botswana, Israel, Indien, Polen, Thailand, Südkorea.

³ Quelle: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20150318a.htm>



Grafik 1: Fed Dot-Plot: Einschätzungen der FOMC-Mitglieder, wo der Leitzins langfristig und zum jeweiligen Jahresende stehen sollte*

Datenabhängig wiederum heißt, dass alle zwölf stimmberechtigten FOMC-Mitglieder⁴ bei jedem Treffen ihre Meinung dazu abgeben müssen, ob im Interesse des FOMC-Mandats - welches die Preisstabilität und den Arbeitslosenmarkt sowie deren Wechselwirkungen umfasst - eine Anhebung des Leitzinses zum jeweiligen Zeitpunkt richtig und sinnvoll ist. Trotz des stark verschachtelten Satzes klingt diese Aufgabe grundsätzlich vielleicht gar nicht so kompliziert. Mit der Preisstabilität (Inflation) und dem Arbeitslosenmarkt (Arbeitslosenquote) sollten nur zwei Faktoren in den Entscheidungsprozess einfließen, womit eigentlich keine Informationsasymmetrie gegeben wäre. Daher ist es verwunderlich, dass es doch sehr starke Diskrepanzen zwischen den Einschätzungen der einzelnen FOMC-Mitglieder gibt (Grafik 1). Schließlich handelt es sich hierbei um die Personen, die letztendlich die Entscheidungen treffen müssen und teilweise der Meinung sind, dass der Leitzins Ende 2015 unverändert bleiben sollte oder bereits über 1,5 % liegen müsste (noch stärker zeigt sich diese Diskrepanz für 2016). Erst ein Blick ins Detail gibt etwas von der wahren Problematik preis:

1. Inflation ist nicht gleich Inflation.⁵ So gibt es neben den Konsumenteninflations- (*Consumer Price Index*, CPI) und Produzenteninflationszahlen (*Producer Price Index*, PPI) auch noch verschiedene Indizes, die sich hinsichtlich Gewichtung und Zusammenstellung ihrer einzelnen Komponenten alleine in den USA schon deutlich unterscheiden. Betrachtet man zum Beispiel nur die Kerninflationsrate, so wird sogar der derzeit deflationäre Effekt der Ölpreisentwicklung ausgeblendet.

2. Arbeitslosenmarkt ist nicht gleich Arbeitslosenmarkt. Betrachtet man nur die reine Arbeitslosenquote, so gehen viele sowohl qualitative als auch quantitative Faktoren verloren. Diese sind jedoch wichtig, um die Nachhaltigkeit der Entwicklung evaluieren zu können. So spielen auch die Partizipationsrate,

die Vollzeit- und Teilzeitquote, die Sektorenaufteilung der neu geschaffenen Stellen, die Lohnentwicklung und viele weitere Faktoren eine wichtige Rolle.

3. Man sollte nicht vergessen, dass die geldpolitischen Entscheidungen darauf abzielen, zukünftige Entwicklungen zu steuern und zu beeinflussen. Neben aktuellen und historischen Werten sind zusätzliche Prognosen unabdingbar. Diesbezüglich existiert eine sehr große Unsicherheit, da selbst ausgereifte makroökonomische Modelle regelmäßig dabei versagen, die zukünftige Entwicklung adäquat vorherzusagen.

4. Zuletzt noch ein wichtiger Punkt, der gerne verdrängt wird: Die Entscheidungen werden nicht automatisch von einem quantitativen Modell getroffen, sondern von Menschen. Entsprechend gibt es neben allen objektiven Faktoren auch immer eine stark subjektive Komponente in Bezug auf Interpretationen, Erfahrungen, Gewichtungen einzelner Faktoren und, und, und... Dass trotz gleicher Ziele und Informationen dennoch eine stark divergente Meinung auftreten kann, wird einem auch gerne immer wieder dann bewusst, wenn man an einem Samstag in ein gelb-blaues Möbelhaus einkaufen fährt.

Bezieht man nun diese vier Gedankengänge mit ein, wird deutlich, warum es zu extrem unterschiedlichen Einschätzungen der beteiligten Personen kommen kann. Entsprechend schwierig ist es für Ökonomen, den ganzen Prozess und den Zeitpunkt der Leitzinsanhebung der Fed vorauszusagen, da sie insbesondere Punkt 4 im Hinblick auf die FOMC-Mitglieder berücksichtigen müssen. Da es sich zudem um ein nicht stationäres Problem handelt, also eines, was sich durch neue Informationen jederzeit verändern kann, macht die ganze Sache nicht einfacher.

Die Aussage, das Problem sei sehr komplex und zusätzlich mit großer Unsicherheit behaftet ist zwar grundsätzlich nicht falsch, aber letztendlich relativ nichtssagend. Deshalb gibt es folgend drei Möglichkeiten:

- A) Wir stellen die Frage in Frage.
- B) Wir versuchen trotzdem bestmöglich vorherzusagen, wann die Fed den Leitzins erhöhen wird.
- C) Wir nutzen das Kontaktformular auf der Fed-Homepage in der Hoffnung, dass wir, wenn wir höflich sind und oft genug nachfragen, den Zeitpunkt vorher mitgeteilt bekommen.⁶

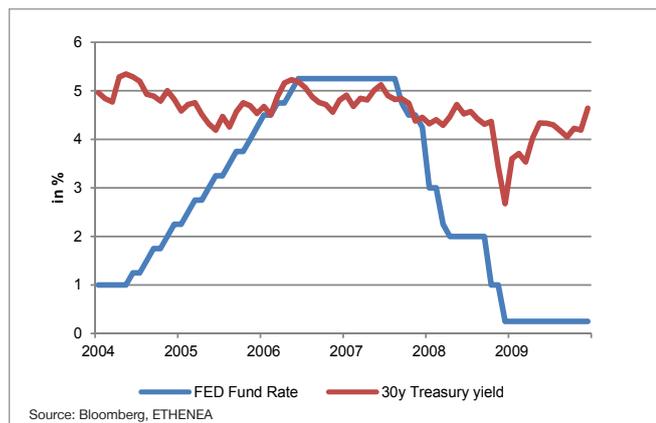
A) Wir stellen die Frage in Frage.

Der Vize-Präsident der Fed Stanley Fischer drückte dies im Februar 2015 folgendermaßen aus:

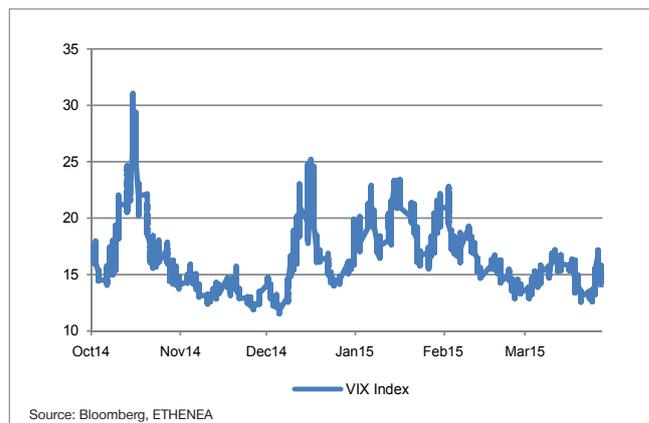
⁴ Quelle: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>

⁵ Lesern, die sich intensiver mit dieser Thematik beschäftigen wollen, empfehlen wir die Ausgabe März 2014 unserer unregelmäßigen Fachpublikation [APROPOS... mit dem Titel Der Preis ist heiß](#)

⁶ Quelle: <http://www.federalreserve.gov/apps/contactus/feedback.aspx>



Grafik 2: Letzter Fed-Zinszyklus



Grafik 3: VIX-Index - Indikator zur Unsicherheit an den Finanzmärkten

“There has been ‘excessive attention’ paid to the issue of when rates will be lifted, and not enough attention to what happens with short-term rates once they’ve been boosted off of their current near-zero levels... watchers and market participants need to start thinking more about rate rises will proceed over time.”⁷

Gegenwärtig gibt es einen immensen Fokus auf das Wann – das Wie hingegen wird von vielen Marktteilnehmern sträflich vernachlässigt, obwohl es im aktuellen Umfeld eine viel größere Rolle spielt. In einem gescheiterten Feldexperiment hat die Fed unter Alan Greenspan im Zeitraum von 2004 bis 2007 zumindest schon einmal gezeigt, wie der Zinsanhebungspfad nicht aussehen wird (Grafik 2). In 17 aufeinanderfolgenden Sitzungen wurden damals die Zinsen angehoben, was drei QE-Programme sowie eine mehrjährige Nullzinspolitik zur Aufrechterhaltung des Systems zur Folge hatte. Der Dot-Plot in Grafik 1 gibt darauf einen deutlichen Hinweis. Im Vergleich zum Dezember ist sowohl der Median der FOMC-Mitglieder als auch die Standardabweichung der Verteilung deutlich gesunken. Implizit bedeutet dies, dass der Zinszyklus diesmal vorsichtiger und wesentlich langsamer umgesetzt wird. Die Fed hat also bereits im Vorfeld eingeräumt, dass es keinen automatisierten Prozess geben wird, dass möglicherweise während mehreren Sitzungen nach einer Zinserhöhung nichts unternommen wird oder aber, dass die Zinsen gegebenenfalls sogar wieder gesenkt werden können. Dies hängt letztendlich davon ab, wie die US-Wirtschaft die Zinserhöhungen verkraftet. Anders ausgedrückt, die Fed wird die Zinsen nur langsam erhöhen und auch nur dann, wenn ihrer Einschätzung nach dieser Schritt verkraftet werden kann.

Bevor wir auf die Auswirkungen für die kurzfristigen Zinsen und die Volatilität eingehen, möchten wir uns kurz der Entwicklung der langfristigen Zinsen widmen. Wie in Grafik 2

zu erkennen ist, waren selbst bei dem sehr extremen letzten Zinszyklus die Zinsen am langen Ende quasi unverändert. Der Grund hierfür ist simpel: Während Zinsen mit kürzerer Laufzeit stark vom Leitzins beeinflusst werden, spiegeln langfristige Zinsen primär das Wirtschaftswachstum und die Inflationsentwicklung wider. Da die Fed bei ihrem jetzigen Zyklus darauf bedacht ist, beides in gewissen Bandbreiten zu halten, erwarten wir, dass die langfristigen Zinsen stabiler sind als die Zinsen am kurzen Ende. Entsprechend kann man sich hier gut positionieren, ohne von einer Zinserhöhung per se direkt negativ betroffen zu sein.

Für die kurzen Zinsen sieht diese Entwicklung anders aus. Diese beeinflussen direkt den US-Dollar. Da der genaue Zeitpunkt für die erste Zinserhöhung nicht bekannt ist, erhöht sich die Unsicherheit und die Volatilität an den Kapitalmärkten. Die Kommunikation vonseiten der Fed, *datenabhängig* zu entscheiden, bewirkt, dass sich Marktteilnehmer auf jedwede veröffentlichte Datenpunkte stürzen und entsprechend reagieren. Grafik 3 zeigt den VIX-Index, welcher die Unsicherheiten der Marktteilnehmer seit dem Auslaufen des Quantitative Easing (QE) aufzeigt. Selbst ein Wert von 15 ist als recht hoch anzusehen. Intraday zeigen aber sogar noch größere Ausschläge, welche die große Verunsicherung widerspiegeln. Diese große Verunsicherung überträgt sich kurzfristig in relativ großen Schwankungen auf die Währungs-, Anleihen- und Aktienmärkte. In einem solchen Umfeld ist eine regelmäßige taktische Anpassung erforderlich, um die Downside-Volatilität auf die Fonds gering zu halten. Gleichzeitig bietet ein solches Umfeld zahlreiche interessante Möglichkeiten, um Positionen günstig aufzubauen, da Volatilität eben auch Opportunitäten mit sich bringt. Dazu benötigt man allerdings ein mittelfristig stabiles makroökonomisches Leitbild:

- Der USD wird gegenüber dem EUR aufwerten aufgrund der

⁷ „Dem Wann der Zinserhöhungen wurde ‚übermäßige Aufmerksamkeit‘ geschenkt. Was mit den kurzfristigen Zinsen passiert, wenn diese sich von ihrem aktuellen nahe Nullniveau wegbewegen, wurde allerdings vernachlässigt... Beobachter und Marktteilnehmer müssen damit anfangen, mehr darüber nachzudenken, wie Zinserhöhungen sich im Laufe der Zeit verhalten.“ Nachzulesen unter: <http://blogs.wsj.com/economics/2015/02/27/fischer-says-fed-sees-rate-rise-sometime-this-year/>

wachsenden geldpolitischen Divergenz der jeweiligen Währungsräume.

- Langfristige Zinsen werden von der Zinserhöhung weniger betroffen sein als kurzfristige Zinsen. Daher wird es diesbezüglich attraktive Papiere geben.
- Da die Fed den Leitzins vorsichtig erhöhen wird, um das Wirtschaftswachstum nicht zu stark negativ zu beeinflussen, werden auch die Credit Spreads relativ stabil bleiben. Entsprechend bieten in USD-denominierte Unternehmensanleihen weiterhin sehr attraktive Investmentopportunitäten.
- Die US-Aktienmärkte werden insgesamt, mit einzelnen Ausnahmen, auch während eines Zinsanhebungszyklus stabil bleiben und nicht zusammenbrechen.

B) Wir versuchen bestmöglich vorherzusagen, wann die Fed den Leitzins erhöhen wird.

Da der Eindruck entstehen könnte, dass wir es als unwichtig erachten, *wann* die Fed die Zinsen erhöht, möchten wir hier noch kurz auf dieses Thema eingehen. Wir glauben, dass es durchaus wichtig ist, möglichst genau zu prognostizieren, wann die Fed den Leitzins erhöhen wird. Viel wichtiger jedoch sind, wie bereits erwähnt, die Art des Zinspfades und die Konsequenzen der aktuellen großen Unsicherheit. Aktuell gehen

wir von einer ersten Zinserhöhung der Fed im September aus. Realistisch betrachtet können wir aber auch Juni oder eine sogar noch spätere Anhebung nicht ausschließen, da diese von der Entwicklung der makroökonomischen Daten abhängen wird. Diese Daten müssen erst noch zeigen, ob es sich im ersten Quartal tatsächlich um eine Verlangsamung der Wirtschaftsleistung handelt oder ob, wie wir momentan eher erwarten, lediglich ein Soft-Patch vorliegt. Da die Ausarbeitung hiervon das Thema eines eigenen Marktkommentars sein könnte, möchten wir an dieser Stelle nicht weiter ins Detail gehen.

C) Wir nutzen das Kontaktformular auf der Fed-Homepage in der Hoffnung, dass wir, wenn wir höflich sind und oft genug nachfragen, den Zeitpunkt vorher mitgeteilt bekommen.

Wie bereits mehrfach angeführt, ist der Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung nicht so entscheidend wie der Pfad, den die Fed einschlagen wird. Und auch wenn die momentane Unsicherheit in einer höheren Volatilität erkennbar ist, sollte man immer bedenken, dass Volatilität auch Opportunitäten impliziert. Die Frage, die sich also aus der aktuellen Situation ergibt, ist nicht: ist der Himmel wirklich R0 G34 B68 oder doch R165 G190 B255?; sondern vielmehr: was genau bedeutet ein blauer Himmel und wie reagiert man darauf?

Makroökonomischer Ausblick >>

Die seit Beginn dieses Jahres in Europa veröffentlichten Wirtschaftsdaten haben unsere Einschätzung einer Konjunkturerholung bestätigt. Wir sind zuversichtlich, dass sich die Wirtschaftstätigkeit dank mehrerer Wachstumsquellen dieses Jahr weiter beschleunigen wird. In den größten Volkswirtschaften der Eurozone (Deutschland, Frankreich, Spanien und Italien), die rund 75 % des BIP der gesamten Region ausmachen, verzeichnen die Exporte ein robustes Wachstum. Umgesetzte Reformen und die Schwächen der Einheitswährung haben zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder beigetragen.⁸ Was unserer Ansicht nach aber wichtiger ist, ist die Tatsache, dass die Binnennachfrage, die das Wachstum am stärksten belastete, eine Talsohle erreicht hat. In allen großen Volkswirtschaften der Eurozone steigt der Konsum aufgrund der leicht verbesserten Beschäftigungsprognosen und des zunehmenden Verbrauchervertrauens. Im Hinblick auf die Investitionen ist das BIP mit Abstand die am stärksten von der Krise betroffenen Komponente, zumal seine Entwicklung uneinheitlich verläuft. In Deutschland und Spanien sind die Investitionsausgaben positiv, während sie in Italien und Frankreich weiterhin abnehmen. Rekapitalisierte Banken, sinkende Zinssätze und reichlich Liquidität, verbunden mit günstigeren Aussichten, dürften zu einer Erholung des Investitionsaufkommens führen.

Entsprechend der positiven Entwicklung der Wirtschaftsindikatoren hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Wachstumsprognosen zum ersten Mal seit der Finanzkrise nach oben korrigiert. Die Deflation, die noch vor zwei Monaten eine erhebliche Bedrohung darstellte, ist von den Radarschirmen der Anleger komplett verschwunden, nachdem klar wurde, dass die EZB ein umfangreiches Anleiheaufkaufprogramm einführen würde und nachdem sich ein beginnendes Wachstum abzeichnete. Dabei sollte jedoch nicht vergessen werden, dass die Inflationsdaten im März negativ waren (-0,1 %) und dass die Kerninflation, auch wenn sie positiv war, weiter bis auf +0,6 % gefallen war. Jede Abschwächung der Konjunktur wird das Schreckgespenst der Deflation wieder zum Leben erwecken.

Erst vor wenigen Wochen, am 9. März, begann in Europa das QE-Programm. Wenn man die Art und Weise betrachtet, wie die europäischen Renditen gefallen sind – mit der Ausnahme von Griechenland, und zwar aus gutem Grund – können wir

sagen, dass die EZB sehr erfolgreich war. Das Programm soll bis September 2016 laufen, oder, anders ausgedrückt, es wird 17 Monate mit niedrigen Zinssätzen und reichlich Liquidität geben. Wir glauben, dass dieses Umfeld sich günstig auf den Kreditzyklus auswirken wird.

Obwohl die Wirtschaft der Eurozone spürbare Fortschritte erzielt hat, bleibt die Region dennoch uneinheitlich und fragil. Die Eurokrise ist noch nicht ganz gemeistert. Griechenland lebt von der Großzügigkeit der EZB, die ihm den Zugang zu einem kurzzeitigen Liquiditätsprogramm gewährt. Der katastrophale Zustand Griechenlands hat sich nicht auf die anderen Mitgliedstaaten der Eurozone ausgewirkt. Sollte sich das Wachstum allerdings verlangsamen, wird die Eurokrise einen Rückfall erleiden.

In den USA geben die seit Jahresbeginn veröffentlichten Wirtschaftsdaten ein komplexeres und weniger erfreuliches Bild wieder. Praktisch alle Wirtschaftsdaten sprechen für eine Abschwächung der Konjunktur im ersten Quartal 2015. Die entscheidende Frage lautet, ob diese Entwicklung vorübergehender Natur ist oder nicht und welche Auswirkungen die erste Zinsanhebung der Fed haben wird.

Mehrere Faktoren sind für die konjunkturelle Verlangsamung in den USA verantwortlich. Der erste Faktor ist temporärer Natur. Im Januar haben in den mittleren und östlichen Staaten Schneestürme gewütet und im Februar waren die Temperaturen äußerst niedrig und behinderten Bauarbeiten. Strenge Winter beeinträchtigen die US-Wirtschaft, wie man bereits im ersten Quartal 2014 beobachten konnte. Die anderen beiden Faktoren sind zyklischer Natur und dürften einander aufgehoben haben. Auf der einen Seite belastet die Stärke des USD die Exporte, auf der anderen Seite aber kurbelt der niedrige Ölpreis die Kaufkraft der US-Verbraucher deutlich an.

Ein niedriger Ölpreis hat negative Auswirkungen auf den Schieferöl-Sektor, in welchem es keine Investitionen mehr gibt. Die Investitionen in Öl und Gas machen 1 % des gesamten BIP⁹ aus und in Bezug auf den Arbeitsmarkt beschäftigt dieser Sektor rund 200.000 Mitarbeiter. Die Schaffung von neuen Arbeitsplätzen belief sich in den letzten 12 Monaten auf durchschnittlich 260.000. Mit anderen Worten, wenn alle diese Arbeitnehmer entlassen werden würden, schafft die

⁸ Quelle: Eurostat

⁹ Quelle: Bureau of Economic Analysis

US-Wirtschaft dennoch in demselben Monat 60.000 neue Arbeitsplätze.¹⁰ Dies reicht nicht aus, um die gesamte Wirtschaft zu destabilisieren.

Neben diesen Faktoren, die derzeit den Aufschwung beeinflussen, sind wir zuversichtlich, dass der Wachstumstrend anhalten wird. Der Konsum, der rund 70 % des BIP ausmacht, wird durch einen robusten Arbeitsmarkt und leicht steigende Löhne gestützt. Nach unserer Einschätzung ist das aktuelle schwache Wachstum eine Erscheinung, die in den kommenden Monaten verschwinden dürfte.

Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die US-Notenbank die Zinsen zum ersten Mal seit der weltweiten Finanzkrise anheben wird, vermutlich in der zweiten Jahres-

hälfte. Während eine Anhebung im Juni nicht völlig ausgeschlossen ist, scheint sie zum heutigen Zeitpunkt unwahrscheinlich. Wie die Fed zu betonen pflegt, hängt es von den Daten ab. Dadurch wird der genaue Zeitpunkt für die Anhebung der Zinsen noch ungewisser. Unserer Ansicht nach ist es wichtiger, sich darauf zu konzentrieren, wie schnell die Fed die Leitzinsen erhöhen wird anstatt sich ausschließlich darauf zu versteifen, wann die erste Zinsanhebung stattfinden wird. Wir gehen davon aus, dass sie dies schrittweise vornehmen wird. Aber wie bereits erwähnt, es hängt von den Daten ab und ein erheblicher Teil dieser Daten wird bis Ende des Jahres veröffentlicht und somit das Szenario ändern. John Maynard Keynes, ein ausgezeichneter Wirtschaftswissenschaftler, soll einmal gesagt haben: „Wenn sich die Fakten ändern, ändere ich meine Meinung. Und was tun Sie?“ Die Fed tut dasselbe, und wir auch.



Autoren >>

Guido Barthels

Portfolio Manager, CIO

ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

¹⁰ Quelle: Bureau of Labor Statistics

Positionierung der Ethna Funds >>

Ethna-DEFENSIV



Wie erwartet blieb das Umfeld im USD-Rentenbereich in Aussicht auf eine erste Zinserhöhung der Fed seit neun Jahren volatil. Die Senkung der Zinsen auf Treasuries in Folge des FOMC-Meetings im März wurde genutzt, um diese Position zu reduzieren und Gewinne zu realisieren. Ein Teil dieser Allokation

wurde in weitere USD-denominierte Unternehmensanleihen investiert, da, wie bereits im letzten Marktkommentar erwähnt, diese Papiere attraktive Renditeaufschläge bieten. Da die Fed in ihrer Kommunikation durchblicken lässt, dass eine Zinsanhebung langsam vorgenommen wird, sollte die Volatilität dieser Anleihen, auch aufgrund des Renditeaufschlags, deutlich geringer ausfallen als für US-Staatsanleihen. Die Position in Staatsanleihen der europäischen Peripherie wurde ebenfalls weiter aufgebaut. Insbesondere die Investitionen in portugiesische Anleihen wurden erhöht, da dort das größte Potenzial für eine Renditereduktion durch eine sich fortsetzende Konvergenz besteht. Ferner wurde auch die Investition in italienische und spanische Staatsanleihen erhöht. Um das Risiko des Portfolios in diesem sehr volatilen Marktumfeld gering zu halten, werden regelmäßig Limitorders in Zinsfutures positioniert. Im Euroraum geschieht dies durch Bund und BTP-Futures, im US-Raum durch Treasury Futures verschiedener Laufzeiten. Im Falle einer unvorhergesehenen Korrektur wird dadurch zeitnah das Zinsrisiko des Fonds abgesichert. Durch die Umschichtungen reduziert sich das

durchschnittliche Rating des Portfolios leicht. Es liegt aber immer noch bei A- bis A. Insgesamt wurde der Anteil an Bonds im Portfolio während des letzten Monats um 5,7% reduziert.

Die Netto-Aktienquote des Ethna-DEFENSIV wurde im vergangenen Monat um 0,4% reduziert, bleibt in Anbetracht des verbesserten Umfeldes in Europa aber auf hohen 8,3% per Ultimo. Verkauft wurden Schweizer Werte aus dem Pharmabereich, um Gewinne zu realisieren. Kursverluste, welche als Reaktion auf die Auflösung der Anbindung des Schweizer Franken an den Euro aufgetreten waren, konnten wieder mehr als kompensiert werden. Zugekauft wurden Telekommunikationswerte, da ein verbessertes regulatorisches Umfeld unterstützend auf die Aktienkurse wirkt.

Somit wurden sowohl im Rentenbereich als auch im Aktienbereich Investitionen reduziert, primär um Gewinne zu realisieren. Dadurch hat sich der Cashanteil des Portfolios auf derzeit 10,9% erhöht. Auf der Währungsseite wurde das vorübergehende Abschwächen des Dollars, wobei der Kurs kurzfristig wieder über 1,10 zum Euro gestiegen war, genutzt, um die Investments in US-Dollar nochmals etwas zu erhöhen. Unter der anhaltenden Stärke der US-Wirtschaft gegenüber Europa ist hier ein Wiedererstarren der Währung zu erwarten. Somit beträgt der Anteil an Investitionen in Euro 85,8% und in US-Dollar 5,5%. Weiter wurde die Stärkung der Norwegischen Krone genutzt, um dort unser Exposure in Anleihen zu reduzieren und Gewinne zu realisieren.

Ethna-AKTIV



Im Laufe des letzten Monats ist das durchschnittliche Rating des Portfolios leicht gesunken. Dies ist in erster Linie auf eine weitere Reduzierung des US-Treasury-Exposures zugunsten weiterer Zukäufe von US-Unternehmensanleihen zurückzuführen. Die Erhöhung der Position in US-Unternehmensanleihen

gegenüber US-Treasuries haben wir im Wesentlichen aufgrund der attraktiven Renditeaufschläge vorgenommen. Die sinkenden Renditen in Folge des FOMC-Meetings haben zudem Gewinnmitnahmen auf der US-Treasury-Seite ermöglicht. Das Gesamtexposure in USD-denominierten Anleihen hat sich durch diese Umschichtungen um über 4% auf Monats-sicht erhöht. In Erwartung eher zurückhaltender Aussagen der Fed zu den angestrebten Zinserhöhungen wurde vor dem FOMC-Meeting die Duration in den USA kurzfristig bewusst

angehoben und nach der anschließenden Marktbewegung wieder reduziert und teilweise abgesichert um Gewinne zu realisieren.

Darüber hinaus haben wir im Euroraum Positionen in spanischen und portugiesischen Staatsanleihen weiter ausgebaut und italienische Staatsanleihen in das Portfolio aufgenommen. Durch das QE-Programm der EZB sehen wir hier weiteres Potenzial für ein Fortsetzen der Konvergenz. Gleichzeitig haben wir die Euro-Duration durch den Verkauf von Bundfutures etwas reduziert, um die Volatilität bei einer möglichen ungünstigen Zinsentwicklung in der Peripherie gering zu halten.

Auf der Aktienseite setzten wir in erster Linie auf Europa. Wir rechnen damit, dass das QE-Programm der EZB und die schwache Währung den sich andeutenden Aufschwung weiter beschleunigen und die europäischen Aktienmärkte

stärken wird. Dabei legen wir den Fokus auf die Retail- und Chemiebranche, die direkt von einem verbesserten wirtschaftlichen Klima in Europa profitieren sollte. Weiter ausgebaut haben wir darüber hinaus das Exposure im Pharmasektor. Die starke Cashflow-Generierung eröffnet den Unternehmen die Möglichkeit sowohl mit Akquisitionen zu wachsen als auch nicht gebrauchtes Kapital an die Aktionäre zurückzuführen. Darüber hinaus hat unser Exposure in Schweizer Aktien an Bedeutung gewonnen, die gleichfalls von einer nachhaltigen Erholung in Europa profitieren dürften. Dagegen haben wir die Position in US-Aktien, insbesondere in Titeln aus dem Konsum- und Getränkebereich, reduziert. Der starke US-Dollar und die angekündigte Zinserhöhung sprechen vorerst

gegen den amerikanischen Aktienmarkt und mögliche positive Effekte des gefallen Ölpreises scheinen in der Realwirtschaft noch nicht angekommen zu sein.

Auf der Währungsseite haben wir vor dem Hintergrund des europäischen QE das US-Dollar-Exposure weiter erhöht. Dieses dient, ähnlich wie die Position in Schweizer Franken, auch als Absicherung und Instrument zur Reduzierung der Portfoliovolatilität für die Aktienpositionen in den entsprechenden Währungsräumen. Die überraschende Entscheidung der norwegischen Zentralbank, den Leitzins nicht zu senken, wurde genutzt, um unser NOK-Exposure vollständig abzubauen und Gewinne zu realisieren.

Ethna-DYNAMISCH



Über den März wurde das Aktienexposure im Ethna-DYNAMISCH weiter aufgebaut auf über 63 % zum Ultimo. Der Kontrast zu dem ausgewiesenen Nettoexposure, welches bei 53 % liegt, ergibt sich aus der Tatsache, dass Put-Optionspositionen Delta gewichtet berücksichtigt werden. Real bedeutet dies

aber, dass wir bei Aufwärtsbewegungen an den Aktienmärkten mit fast 63 % partizipieren. Im Falle von unvorhersehbaren Korrekturen können wir durch unsere Optionspositionen die Downside-Volatilität im Fonds gering halten. Dabei wurden insbesondere Positionen in Europa, Japan und der Schweiz ausgebaut, während der Anteil an US-Titeln reduziert wurde. Insbesondere in Europa sieht man neben dem positiven Einfluss von QE erste Anzeichen für eine makroökonomische Erholung. Die Wechselkursentwicklung des Euro begünstigt dieses Umfeld zusätzlich. Japanische Aktien profitieren analog von der Wechselkursentwicklung und der lockeren Geldpolitik der Bank of Japan. Auch wenn die US-amerikanische Wirtschaft gegenwärtig noch stabil bleibt, sind insbesondere die großen multinationalen Unternehmen von der USD-Stärke betroffen. Entsprechend wurden einzelne Titel geschlossen, welche stärker vom Export und von Währungseffekten betroffen sind.

Auf der Währungsseite wurde analog mit dem Ausbau des Aktienexposure das Fremdwährungsexposure in JPY, CHF und GBP ausgebaut. Durch die negative Korrelation der Aktien mit ihren heimischen Währungen wird dadurch die Volatilität im Fonds mittelfristig reduziert und auch das Eventrisiko (z.B. die Auflösung des CHF-Wechselkurses durch die SNB) begrenzt. Die Korrektur im USD in Folge des FOMC-Meetings wurde genutzt, um auch die USD-Position auszubauen. Aufgrund der geldpolitischen steigenden Divergenz zwischen dem Euroraum und den USA sehen wir hier weiteres Potenzial. Auch beträgt unser USD-Exposure somit nun wieder knapp 50 % unseres US-Aktienexposures, wodurch auch die Volatilität im Fonds reduziert wird.

Im Anleiheteil des Portfolios kam es nur zu kleineren taktischen Anpassungen. So wurde die Bewegung der US-Zinskurve in Folge des FOMC-Meetings genutzt, um Gewinne auf einige langlaufende Anleihen zu realisieren. Im Gegenzug dazu wurden Unternehmensanleihen in USD mit kürzerer Laufzeit (7 bis 10 Jahren) hinzugekauft und auch der Bestand an EUR-GIIPS-Staatsanleihen wurde leicht aufgestockt. Entsprechend sank die Gesamtduration des Fonds auf unter 4.

Autoren >>

Das Portfolio Management

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

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	84.59	1.078	1.04049	0.72699	128.82	1.4157	8.6223	1.35781	2.8021	6.6877
-1m	-2.0 %	-3.7 %	-2.5 %	0.3 %	-3.9 %	-1.3 %	0.4 %	-3.0 %	-0.2 %	-5.0 %
ytd	-8.9 %	-10.9 %	-13.5 %	-6.2 %	-11.2 %	-4.5 %	-4.8 %	-3.4 %	-1.0 %	-11.2 %

German Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	-0.256	-0.106	0.167	42	57	260	67	137
-1m	-3	-2	-16	-13	7	-1	13	16
ytd	-16	-12	-37	-22	-6	-86	-0	-12

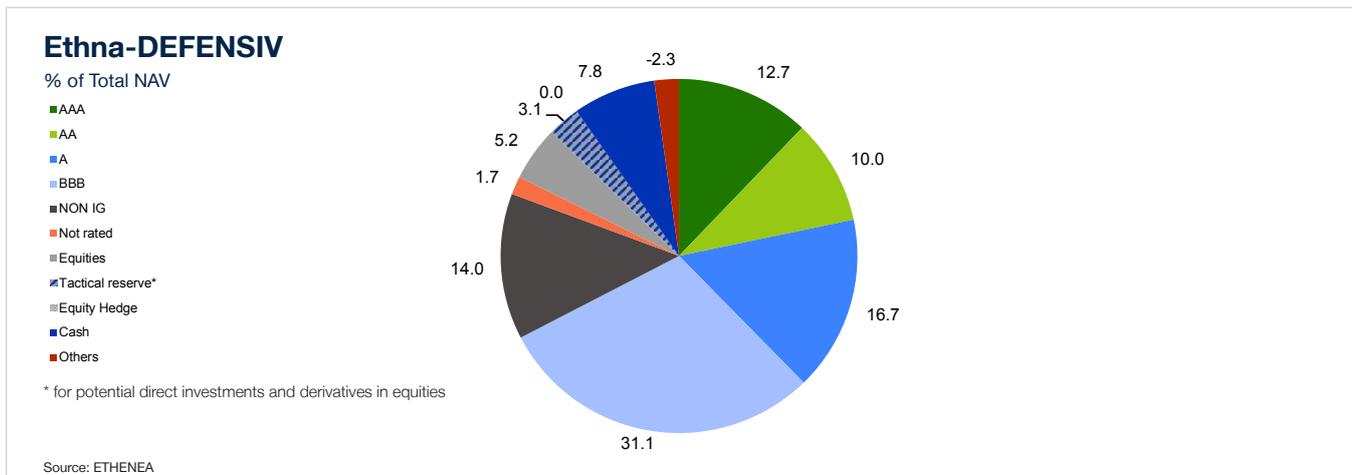
Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	169	137	22	29	13	16	111	104	153	1164	57
-1m	134	147	1	28	7	5	100	93	150	910	54
ytd	163	122	-21	29	10	14	135	107	215	920	71

Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	12,001.38	17,698.18	3,572.72	4,912.71	6,947.65	18,797.94	3,310.303
-1m	5.3 %	-2.4 %	3.2 %	2.2 %	-2.0 %	1.3 %	15.1 %
ytd	22.4 %	-0.7 %	18.1 %	18.5 %	3.7 %	9.1 %	17.8 %
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	15.4	16.1	16.0	16.5	15.9	18.2	15.2
-1m	5.2 %	-4.8 %	2.7 %	1.4 %	-2.0 %	-10.3 %	16.7 %
ytd	14.4 %	2.0 %	12.5 %	12.1 %	14.3 %	-4.5 %	10.9 %

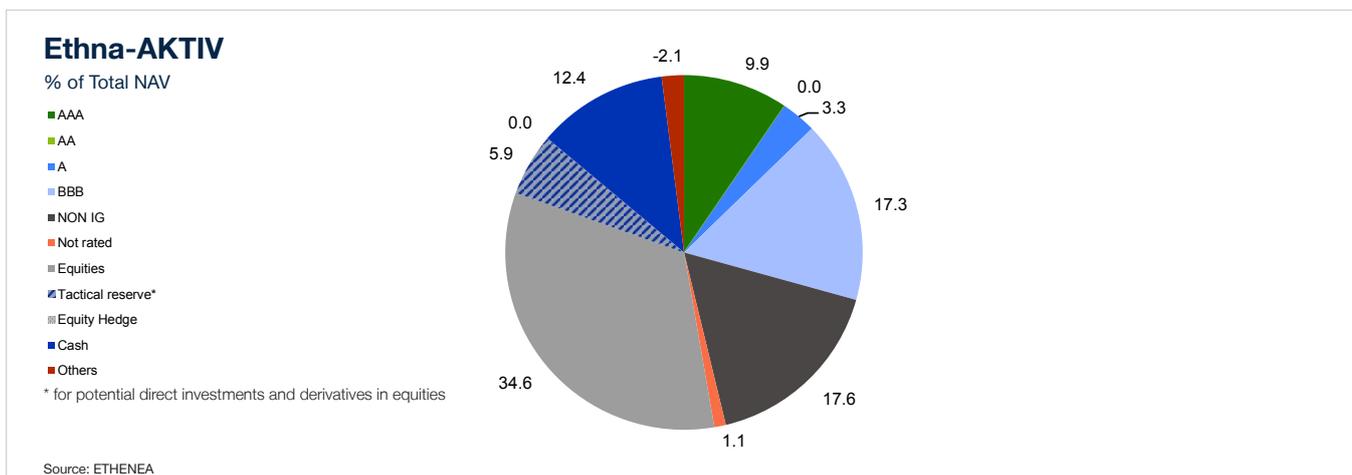
Grafik 4: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und dem laufenden Jahr*

Date	Fund	Yield p.a.	Rating is between		Mod. duration	Current yield p.a.	Mod. duration -bonds only-
31/03/2015	Ethna-AKTIV	3.45 %	BBB	BBB+	3.67	3.78 %	5.79
31/03/2015	Ethna-DEFENSIV	3.19 %	A-	A	6.02	3.46 %	5.99
31/03/2015	Ethna-DYNAMISCH	4.10 %	BBB-	BBB	3.89	3.80 %	3.89

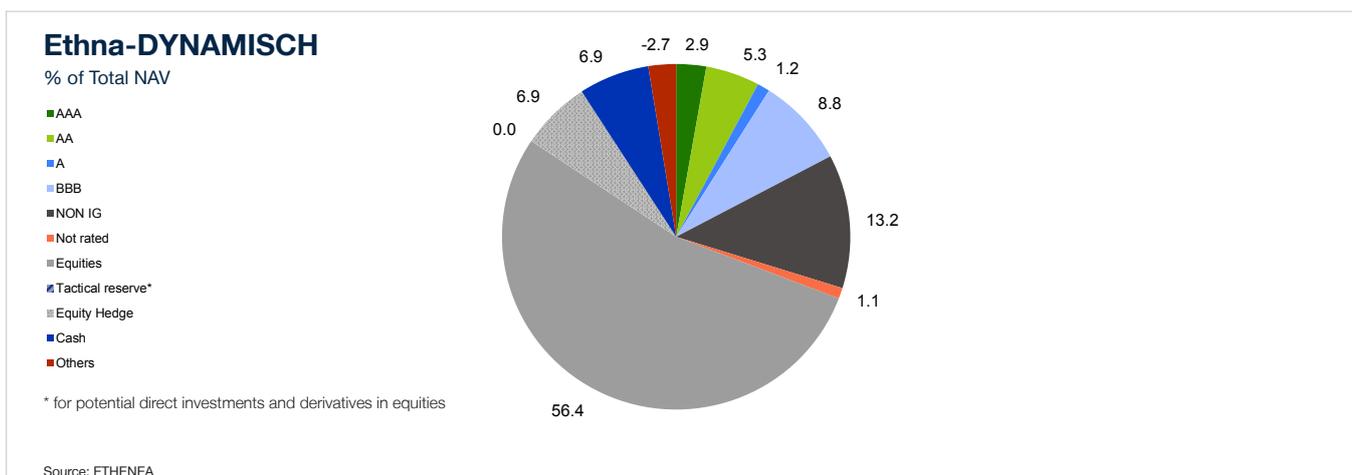
Grafik 5: Kennzahlen der Ethna Fonds zum Monatsende*



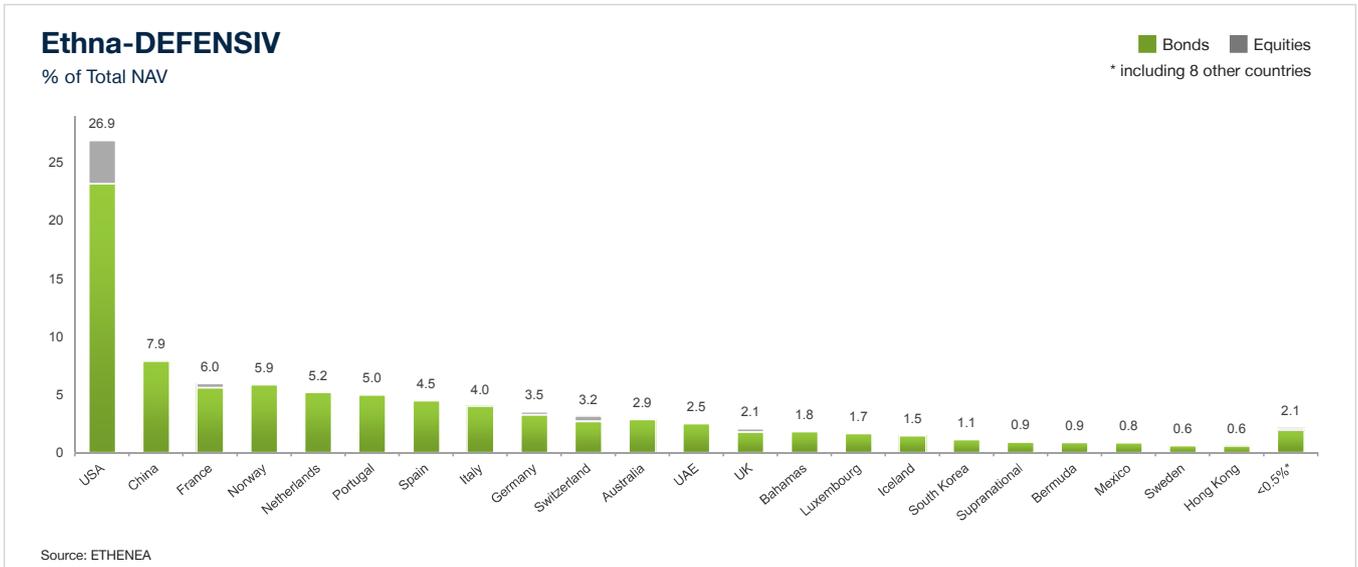
Grafik 6: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Rating*



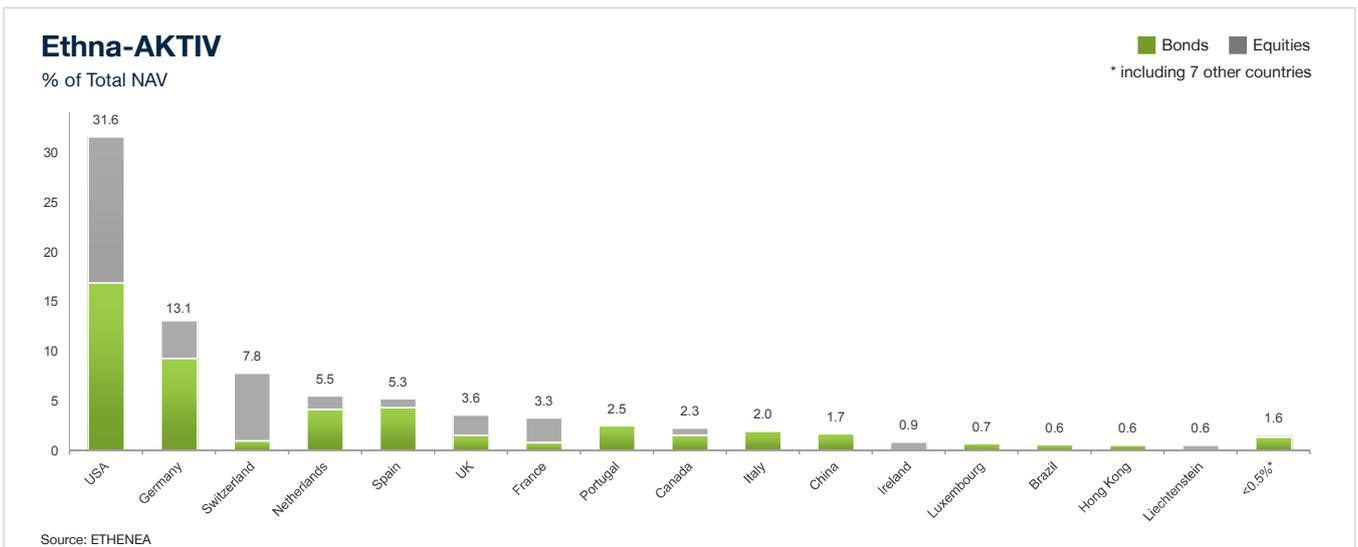
Grafik 7: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Rating*



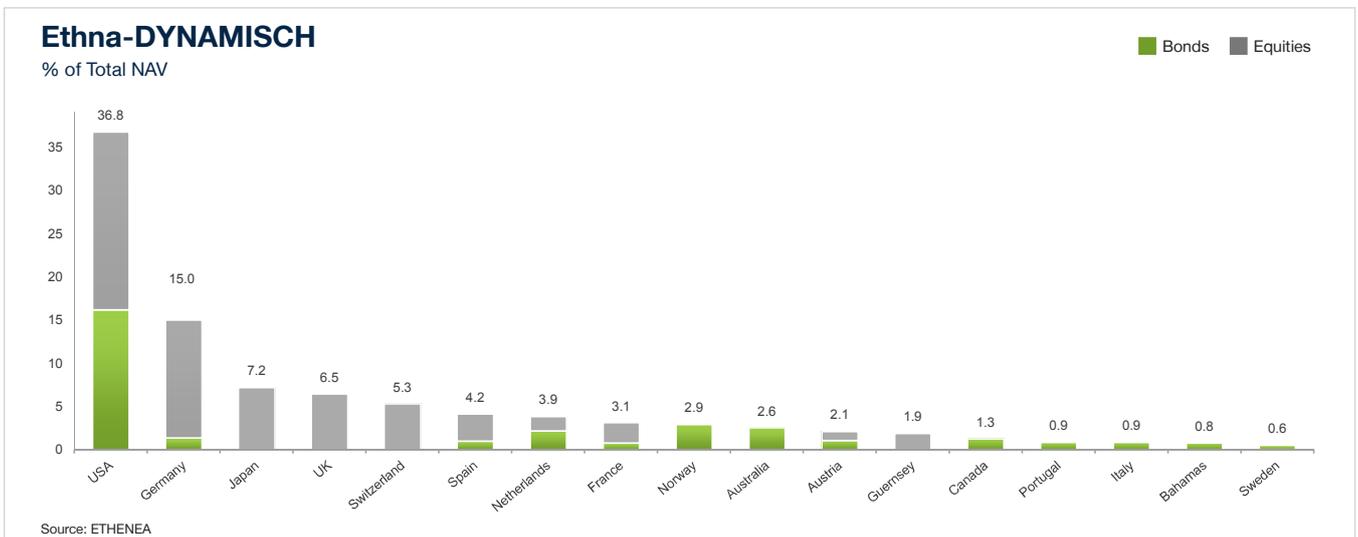
Grafik 8: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Emittenten-Rating*



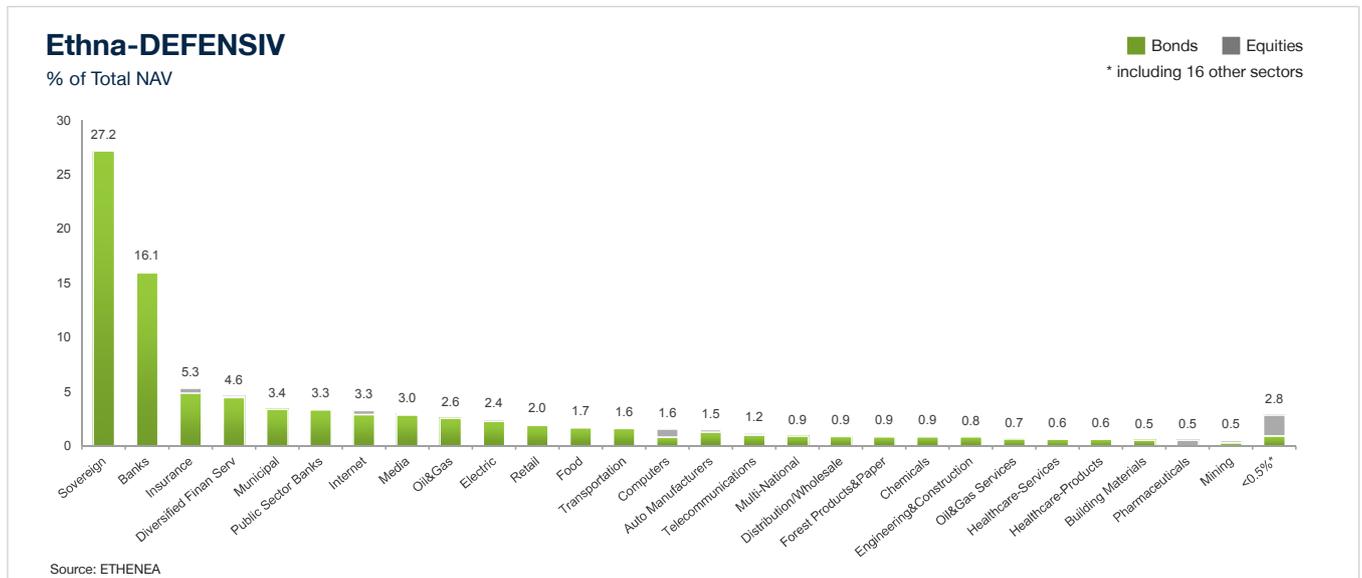
Grafik 9: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Herkunft*



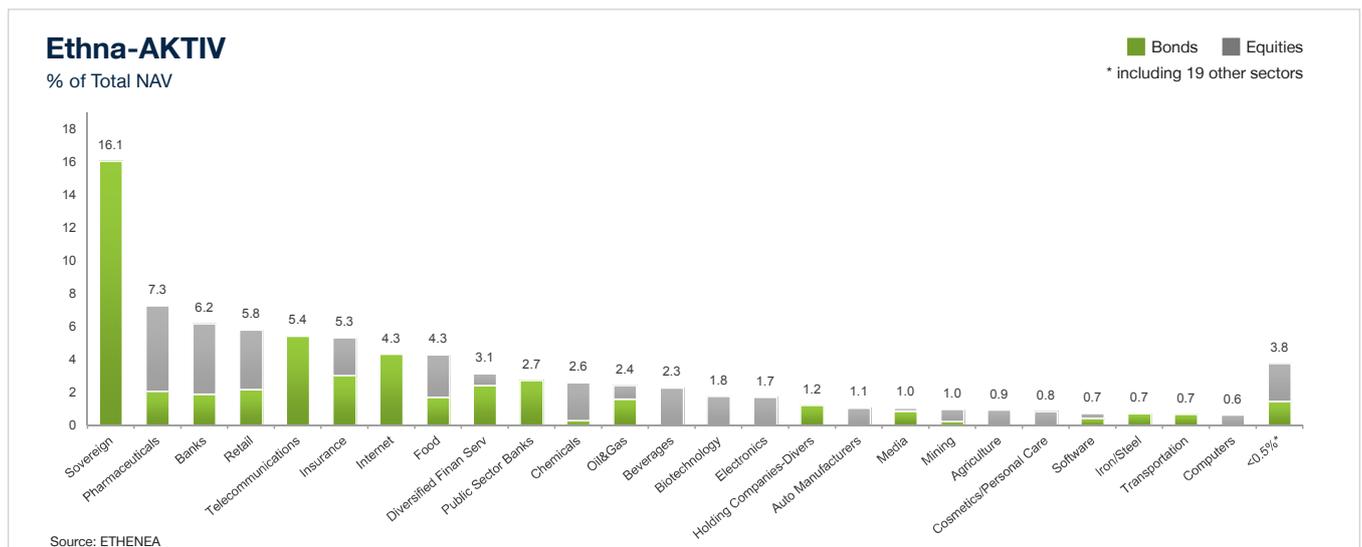
Grafik 10: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Herkunft*



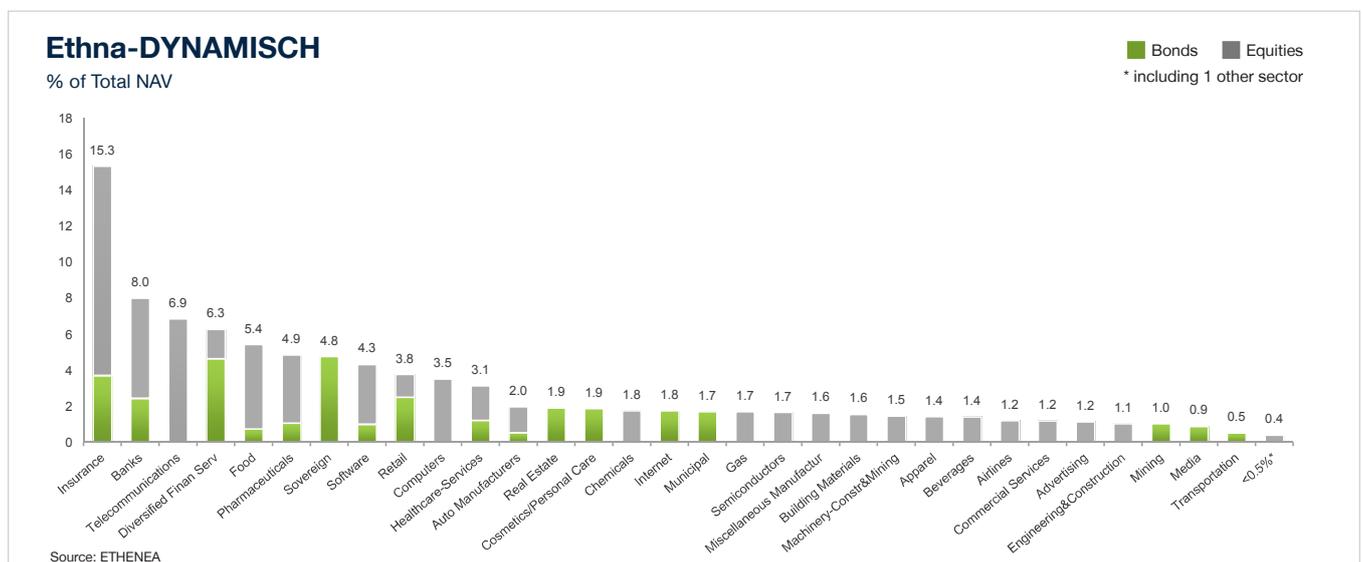
Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Herkunft*



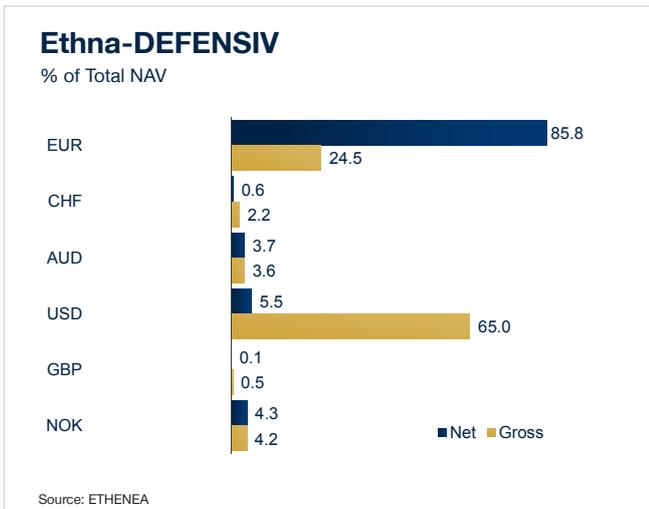
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DEFENSIV nach Emittenten-Branche*



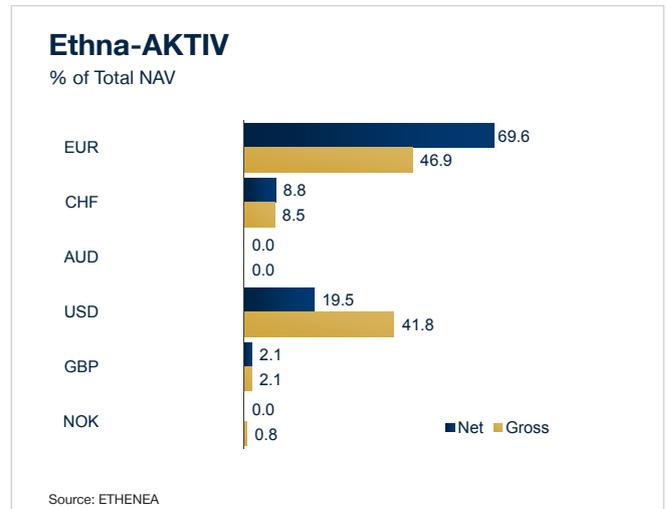
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV nach Emittenten-Branche*



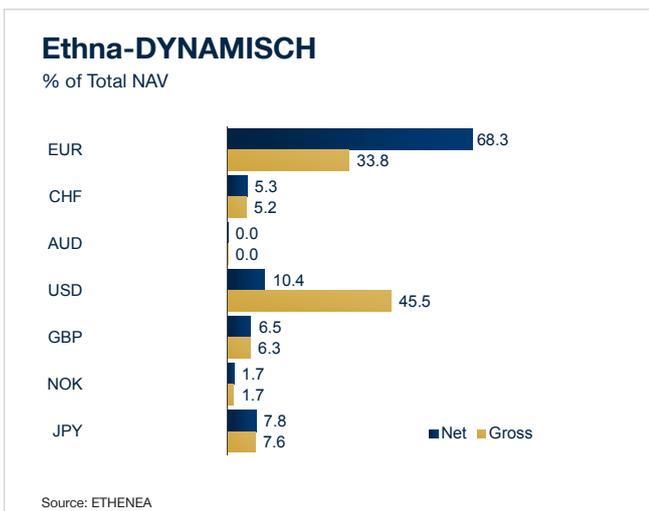
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-DYNAMISCH nach Emittenten-Branche*



Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DEFENSIV** nach Währungen*



Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV** nach Währungen*



Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-DYNAMISCH** nach Währungen*

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



Herausgeber >>



(v.l.n.r.): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Peter Steffen und Yves Longchamp

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, 31.03.2015.