

COMMENTAIRE DE MARCHÉ

info@ethenea.com | www.ethenea.com

Suggestion de politique monétaire



En début d'année, les actions étaient considérées comme la seule alternative possible. Le *risque* et les *données statistiques* ont tout simplement été ignorés. En attendant, les acteurs du marché doivent faire face à la réalité, et en particulier à l'enrayage du mécanisme de transmission. La BCE est-elle en mesure d'y remédier ?

"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 de la Banque centrale d'Inde, août 2014¹

Au début de l'année 2014, nombre d'acteurs du marché considéraient globalement les actions comme la seule alternative possible. Cependant, au cours de la semaine 42 au plus tard, ils ont été rattrapés (c'est à espérer) par la réalité, à l'instar de tous les autres acteurs du marché qui, en quête de rendement, ont consciencieusement occulté des notions telles que le *risque* ou les *données statistiques*.² Il est aisé, à cet égard, d'établir une

comparaison entre les données macroéconomiques fondamentales et la gravitation terrestre. On peut parfois oublier cette dernière, mais au moment où l'on tombe au sol rapidement depuis une certaine hauteur, l'ignorer n'est pas une bonne solution.

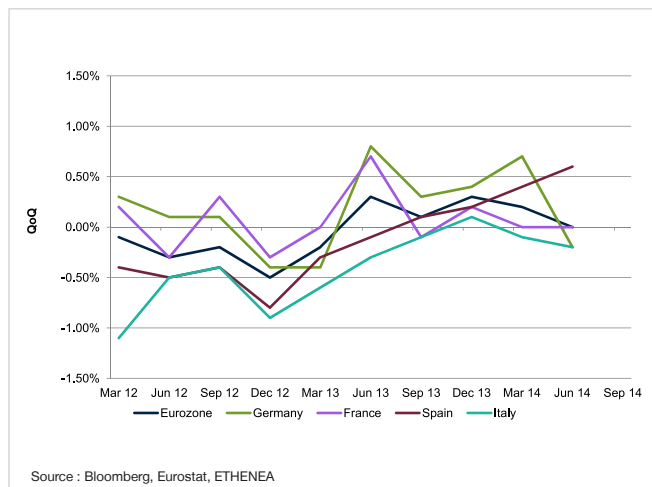
Chercher à imputer la faute de cette erreur d'appréciation aux seuls investisseurs ne résoudrait toutefois pas le problème. Les politiques monétaires expansionnistes menées par les banques centrales, conjuguées aux déclarations dans l'esprit du *whatever-it-takes*³ de Mario Draghi, ont laissé les marchés penser que les banques centrales sont effectivement en mesure de résoudre efficacement tous les problèmes. Alors que ce plan semble jusqu'à présent porter ses fruits aux

¹ « Les banquiers centraux ont eu l'énorme responsabilité de compenser les échecs du système politique, et je crains que nous ne disposions pas des outils nécessaires pour parvenir à nos fins, bien qu'il nous soit difficile de l'admettre. Par conséquent, nous poussons les outils existants dans leurs derniers retranchements, ce qui est susceptible d'injecter davantage de risques dans le système. » Pour en savoir plus : <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/b049ce16-230e-11e4-a424-00144feabdc0.html>

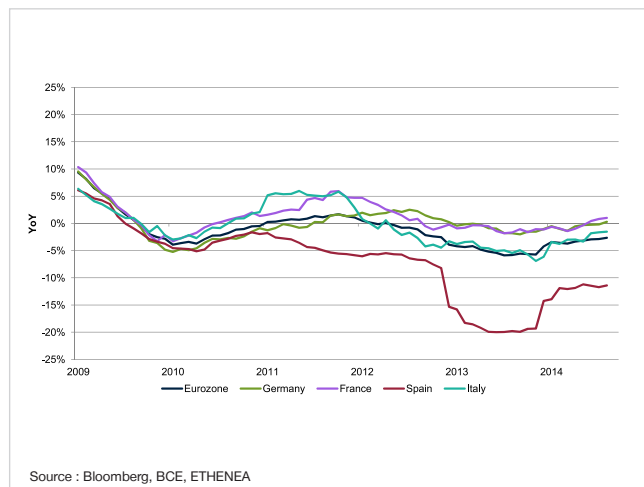
² Pour tous ceux qui souhaitent revenir sur les événements passés, nous recommandons notre dernier Commentaire de Marché de novembre 2014, intitulé *Bousculade*.

³ Pour en savoir plus : <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>





Graphique 1 : Croissance trimestrielle du PIB de la zone euro*



Graphique 2 : Évolution du volume des crédits accordés aux entreprises non financières et aux ménages sur un an

États-Unis, les choses ne s'avèrent pas si simples en Europe. Même en Allemagne, l'élève modèle qui a longtemps été considéré comme le *moteur de la croissance en Europe*, les indicateurs semblent pour la première fois moins favorables. La très attendue et indispensable reprise économique au sein de la zone euro se fait également attendre (graphique 1). Une des causes de cette croissance frileuse ou en baisse est le mécanisme de transmission enrayé par la crise financière, notamment en matière d'octroi de crédit aux entreprises et aux ménages par les banques (graphique 2). En dépit des efforts importants déployés par la Banque centrale européenne (BCE), ce mécanisme demeure encore entravé, privant la croissance d'un facteur de soutien majeur, à savoir les crédits à l'investissement et à la consommation.

La question qui se pose alors, et sur laquelle nous allons nous pencher dans le présent Commentaire de Marché, est la suivante :

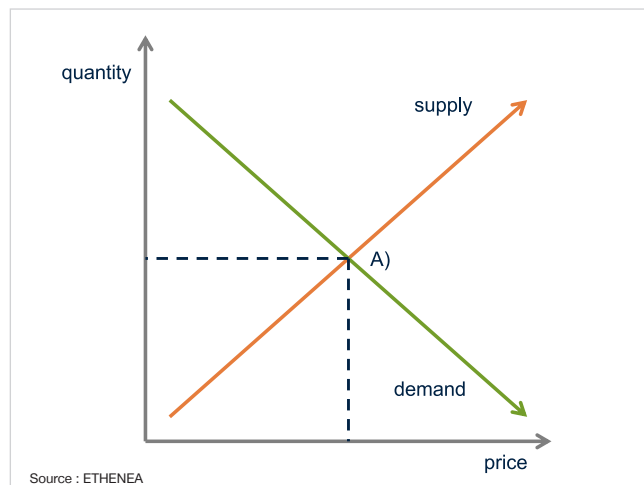
La BCE est-elle en mesure de contrer cette évolution, éventuellement par une politique monétaire encore plus expansionniste ? Ou bien les banques centrales sont-elles dépourvues, comme Raghuram Rajan l'a très justement formulé dans sa déclaration, des instruments nécessaires pour résoudre seules les problèmes qui se posent aujourd'hui ?

1. Offre et demande : le mécanisme de transmission

Comme une étude détaillée de tous les chiffres et facteurs deviendrait rapidement inintelligible, en plus de dépasser le cadre de ce Commentaire de Marché, nous préférons nous ap-

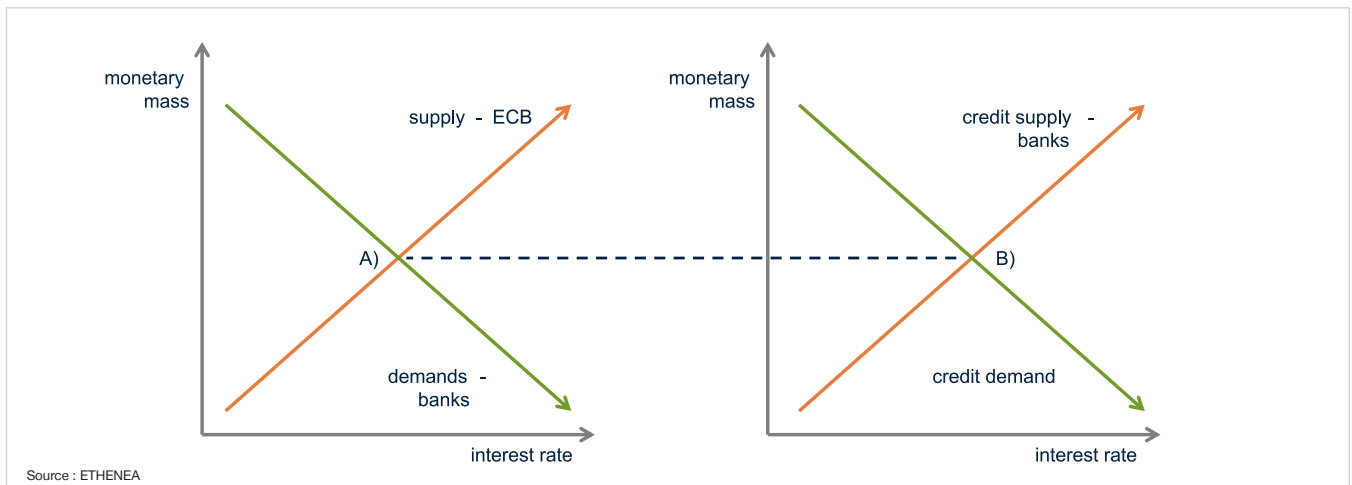
puyer sur un diagramme classique de l'offre et de la demande⁴ pour illustrer nos propos. Sur le graphique 3, l'axe des abscisses (axe des x) indique le prix d'un bien et l'axe des ordonnées (axe des y) la quantité. L'idée de ce diagramme est relativement simple : plus le prix d'un bien est élevé, moins il est généralement demandé (symbolisé par la flèche verte). Par ailleurs, plus le prix est élevé, plus les offreurs sont incités à augmenter l'offre (représenté par la flèche orange). Dans l'idéal, l'offre et la demande se rencontrent en un point marqué A) sur le graphique, qui définit ainsi le prix du marché et la quantité négociée.

Si l'on transpose ce modèle au mécanisme de transmission,



Graphique 3 : Diagramme de l'offre et de la demande

⁴ Ou sur une légère variante, car nous avons échangé les axes du prix et de la quantité pour des raisons évoquées plus bas.



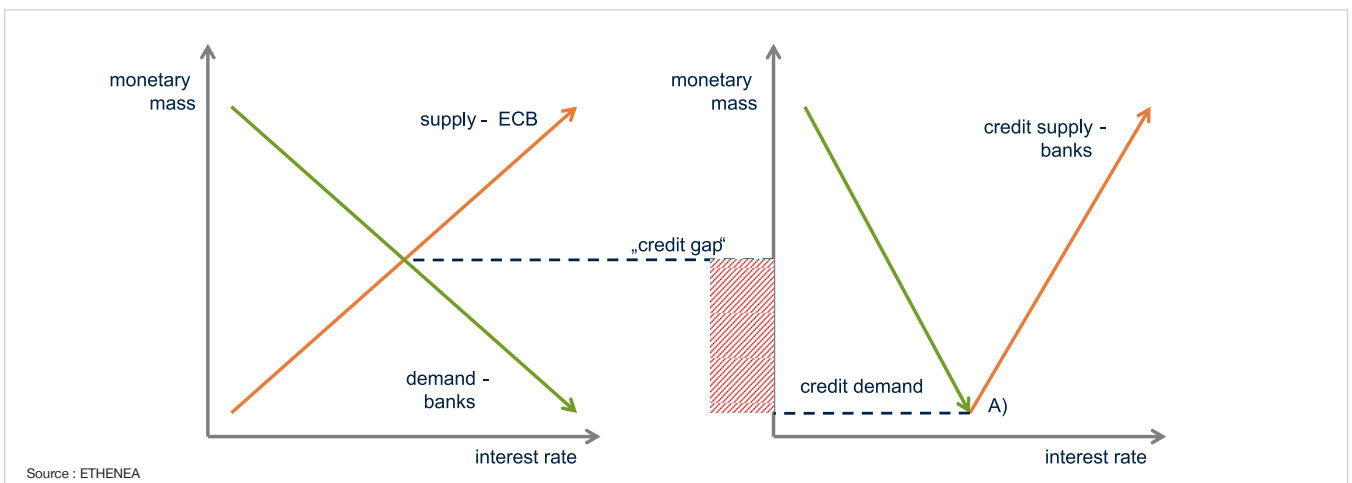
Graphique 4 : Représentation simplifiée du mécanisme de transmission dans des conditions normales, à l'aide d'un diagramme de l'offre et de la demande à deux niveaux

on obtient un diagramme de l'offre et de la demande à deux niveaux (graphique 4). À gauche figure la BCE en qualité d'offreur d'argent ou de crédits, tandis que les banques sont les demandeurs. À droite, les banques sont les offreurs, tandis que les clients (entreprises/ménages) représentent les demandeurs de crédit. De plus, le prix est remplacé par le taux d'intérêt (le prix de l'argent pour ainsi dire) et la quantité par la masse monétaire.

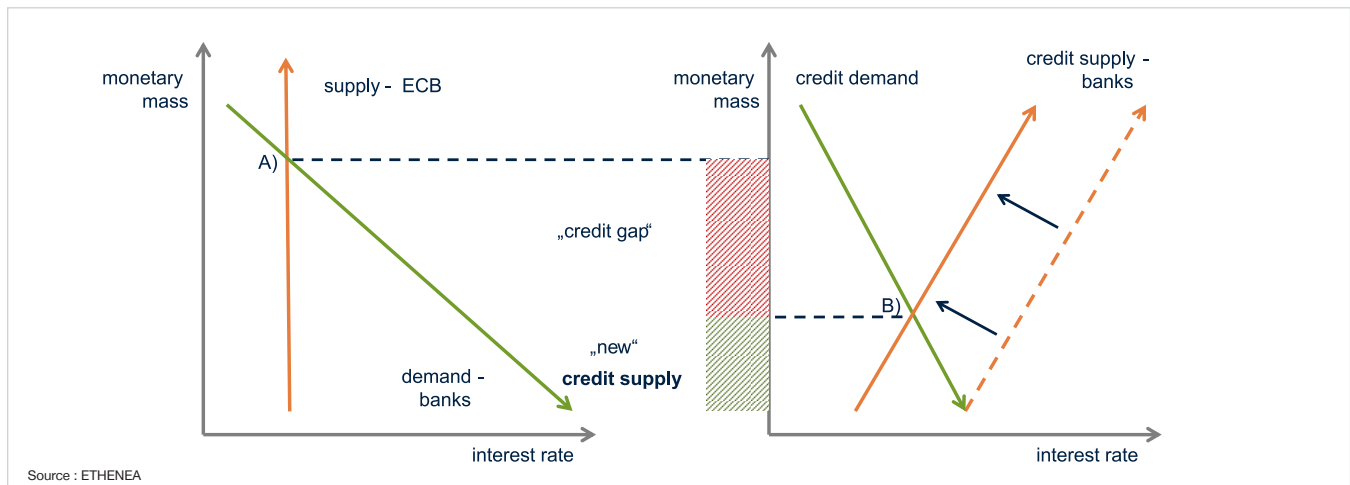
Les deux côtés sont interdépendants. À gauche, le taux d'intérêt auquel les banques peuvent emprunter de l'argent est fixé par la banque centrale. Comme dans le diagramme classique de l'offre et de la demande, les banques sont fortement incitées à emprunter plus d'argent lorsque le prix de celui-ci est avantageux, c'est-à-dire lorsque le taux d'intérêt est bas et que la demande des consommateurs est généralement plus élevée. À droite, le taux d'intérêt dépend donc en premier lieu du taux d'intérêt fixé par la banque centrale. Plus celui-ci est bas, plus il est séduisant pour les entreprises et

les ménages de demander de l'argent sous forme de crédits, car ceux-ci sont également plus avantageux. Dans un monde parfait (et malheureusement utopique), un équilibre s'établirait comme indiqué sur le graphique 4. Même si, en réalité, un équilibre parfait n'existe pas, le mécanisme décrit veille, dans des conditions normales, à ce que, en fonction de l'évolution macroéconomique, suffisamment d'argent soit injecté par le secteur bancaire dans l'économie réelle. De cette manière, de l'argent pour les investissements notamment, doit être mis à disposition, ce qui a des conséquences positives sur la conjoncture. Voilà pour la théorie.

Dans la pratique, les choses sont bien différentes. Depuis la crise financière, ce mécanisme s'est enrayé en Europe, comme on peut le voir sur le graphique 5. Alors que les banques sont aujourd'hui nettement moins disposées à prendre des risques en accordant des crédits, les entreprises et les ménages ne sont pas prêts à payer des taux d'intérêt élevés en ces temps de grande incertitude. De ce fait, on observe un déséquilibre.



Graphique 5 : Mécanisme de transmission enrayé depuis le début de la crise financière



Graphique 6 : Conséquences d'une baisse des taux d'intérêt et du programme TLTRO sur le mécanisme de transmission

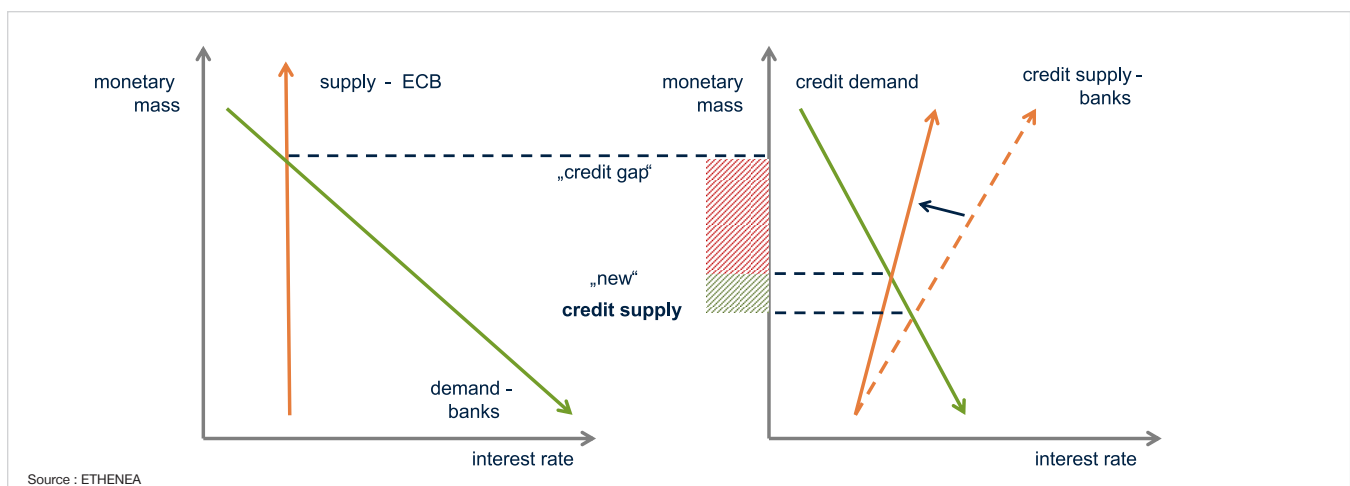
Dans l'économie réelle, il n'y a pas, ou qu'une petite intersection, bien que, du côté de la banque centrale, davantage d'argent serait mis à disposition pour le système. On assiste alors à un *déficit de crédit*. Ce déficit de crédit a pour conséquence que les entreprises et les ménages disposent de trop peu d'argent pour investir et consommer. C'est le développement économique qui en souffre, et la reprise est globalement freinée.

2. Mesures de politique monétaire pour relancer le mécanisme de transmission

Grâce à divers instruments de politique monétaire, la BCE a désormais la possibilité d'agir sur ce mécanisme. De premières mesures très agressives ont tout d'abord permis de baisser encore et encore les taux à des niveaux historiquement bas. Puis, les banques ont bénéficié de liquidités supplémentaires à des conditions avantageuses sous la forme de LTRO qui arrivent lentement à expiration et d'un nouveau programme de TLTRO. Le graphique 6 en illustre parfaitement les conséquences. Comme les banques ont accès à de l'argent à un coût inférieur, elles sont incitées à accorder des crédits plus avantageux aux

entreprises et aux ménages. La fonction de l'offre sur la droite se décale en quelque sorte vers la gauche. L'intersection est alors plus élevée et, globalement, davantage de crédits sont octroyés qu'en l'absence de ces mesures. Mais, et c'est fondamental, les crédits octroyés sont toujours moindres que dans des conditions normales. D'un point de vue théorique, une intersection encore plus élevée serait possible – il persiste une divergence entre le point d'équilibre de la partie gauche et celui de la partie droite du diagramme – car l'offre de la BCE s'est elle aussi nettement décalée en raison de ces mesures. Toutefois, la demande de crédits émanant des entreprises et des ménages demeure insensible à ces variations. Si l'on considère que, sur la première partie du programme TLTRO en septembre 2014, seulement 82,6 milliards EUR, soit une faible portion du montant total possible, ont été utilisés, il est permis de se demander si le problème vient de la demande, et non de l'offre de crédit.

Les nouveaux programmes d'achat par la BCE d'ABS (titres adossés à des actifs) et de Covered Bonds (obligations sécurisées), dont les conséquences sont illustrées dans le graphique 7,



Graphique 7 : Conséquences des rachats d'ABS et de Covered Bonds par la BCE sur le mécanisme de transmission

ont un impact positif sur l'offre de crédit. Étant donné que les banques ont la possibilité de sortir les risques de leurs bilans, la fonction de l'offre continue de se décaler vers la gauche, car elles peuvent mettre à profit l'espace ainsi libéré pour accorder de nouveaux crédits. Néanmoins, la fonction de la demande de crédit demeure inchangée.

Là où nous voulons en venir semble à présent évident. La BCE est certes en mesure, grâce aux mesures prises jusqu'ici, d'influencer l'offre de crédit, mais pas la demande de crédit émanant des entreprises et des ménages. Cette dernière est pourtant nécessaire pour stimuler la relance. Le problème qui se pose alors est le suivant : si l'enrayage du mécanisme de transmission est imputable à la demande, et non à l'offre, ces mesures sont quasiment vaines, aussi géniales qu'elles puissent paraître en théorie.

3. L'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*, QE) à la façon de la Fed, l'ultime solution ?

La politique de l'assouplissement quantitatif est souvent citée comme alternative ou complément aux solutions traditionnellement proposées. Cette solution ultime est systématiquement prônée par les marchés lorsqu'il s'agit de justifier des hausses de cours dans le sillage de la publication de mauvais chiffres. L'idée derrière cette politique est simple : en tant que banque centrale, la BCE achète directement des obligations d'États de la zone euro. Elle doit par conséquent, selon ce point de vue, prendre des mesures en principe interdites par le traité de Maastricht, à savoir le rachat de dettes souveraines pour soutenir le refinancement des États. Une telle intervention aurait pour conséquence une baisse des taux d'intérêt, corrélée à un affaiblissement de l'euro et à une hausse temporaire de l'inflation du fait d'importations plus chères. Nous nous demandons avec scepticisme si le QE peut réellement être considéré comme la panacée ou s'il s'agit uniquement d'accorder un répit temporaire au patient. À l'heure actuelle, alors que presque tous les États de la zone euro peuvent se refinancer à des conditions plus favorables que jamais, et que l'euro, en raison

de la divergence de politique monétaire avec les États-Unis et d'autres zones monétaires, ne connaît qu'une seule direction et s'affaiblit, nous ne voyons pas la nécessité d'un QE. Comme avec les enfants qui réclament à grands cris des bonbons, on peut les calmer temporairement en satisfaisant à leur demande. Il n'est pas dit en revanche que cela dure bien longtemps.

Dans notre cas, il est certain, à long terme, qu'une telle mesure ou des mesures similaires sont nécessaires, car l'on peut douter de la viabilité de la dette publique de nombreux États.⁵ Les conséquences directes sur le mécanisme de transmission seraient toutefois similaires à celles illustrées dans les graphiques 6 et 7. En réduisant le risque pour les banques et les bénéfices directs sur les positions en obligations, on disposerait d'une plus grande marge de manœuvre pour augmenter l'octroi de crédit. L'offre de crédit continuerait donc d'augmenter, tandis que la demande demeurerait insensible à cette mesure.

"The problem with QE is it works in practice, but it doesn't work in theory." Ben Bernanke, ancien président de la Fed, octobre 2014⁶

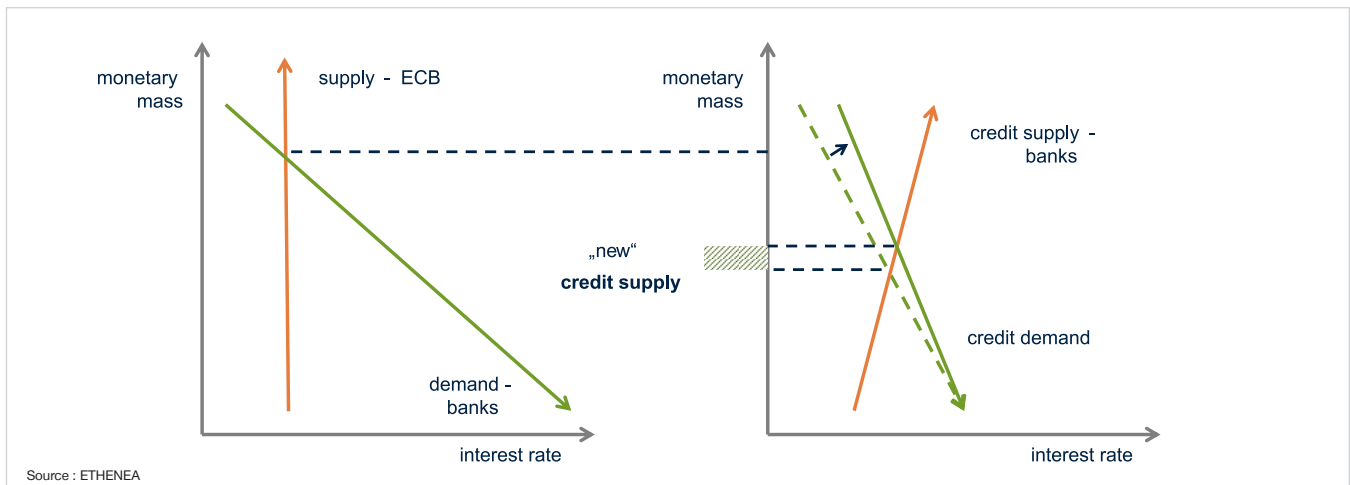
Si l'ancien président de la Fed, Ben Bernanke, sous le mandat duquel trois programmes de QE ont été lancés, est dans le vrai, le QE serait également utile à l'Europe actuellement. La reprise économique aux États-Unis étaye certes sa thèse, mais il convient tout de même de se poser la question suivante : dans quelle mesure peut-on croire et avoir confiance en une banque centrale qui injecte des montants sans précédents dans des programmes sans pouvoir expliquer clairement leur fonctionnement ?

4. Rachat d'obligations d'entreprises par la BCE ?

Une autre alternative au QE, qui fait actuellement l'objet de débats au sein de la BCE selon les médias, est le rachat direct d'obligations d'entreprises. Si les programmes lancés jusqu'à présent n'enregistraient pas le succès escompté, il s'agirait certainement d'un pas dans la bonne direction. En effet, ce

⁵ Pour les lecteurs qui souhaitent approfondir le sujet, nous recommandons notre Commentaire de Marché d'octobre 2014, intitulé *Le pire reste à craindre, à n'en pas douter*.

⁶ « Le problème de l'assouplissement quantitatif, c'est qu'il fonctionne en pratique, mais pas en théorie. » Pour en savoir plus : <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3b-164d2e-4f03-11e4-9c88-00144feab7de.html#axzz3Gwzhptiq>



Graphique 8 : Rachat d'obligations d'entreprises – effet positif marginal sur la demande de crédit

ne serait pas l'offre de crédit, mais bien la demande de crédit émanant des entreprises qui serait directement concernée (graphique 8). Les entreprises auraient la certitude qu'une partie de leur dette serait directement rachetée par la banque centrale. La dépendance vis-à-vis d'un mécanisme de transmission intact diminuerait également, car les entreprises pourraient se refinancer directement et à des conditions plus favorables sur le marché des capitaux. Néanmoins, les effets positifs seraient assez limités. En raison du niveau historiquement bas des taux d'intérêt et du fait que les investisseurs sont désespérément en quête de rendement, les entreprises qui peuvent se refinancer sur le marché des capitaux sont déjà en mesure actuellement d'exploiter cette piste. Cependant, celle-ci reste fermée aux PME et aux ménages qui en auraient besoin, notamment en raison des coûts associés.

Par conséquent, les effets ne seraient que marginaux, comme nous l'avons déjà mentionné. Les entreprises et les ménages qui ne peuvent accéder directement au marché des capitaux tireraient davantage profit d'une sorte de KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau, banque de crédit pour la reconstruction) européenne. Cependant, ceci ne relève pas de la compétence de la BCE, mais de celle des États.

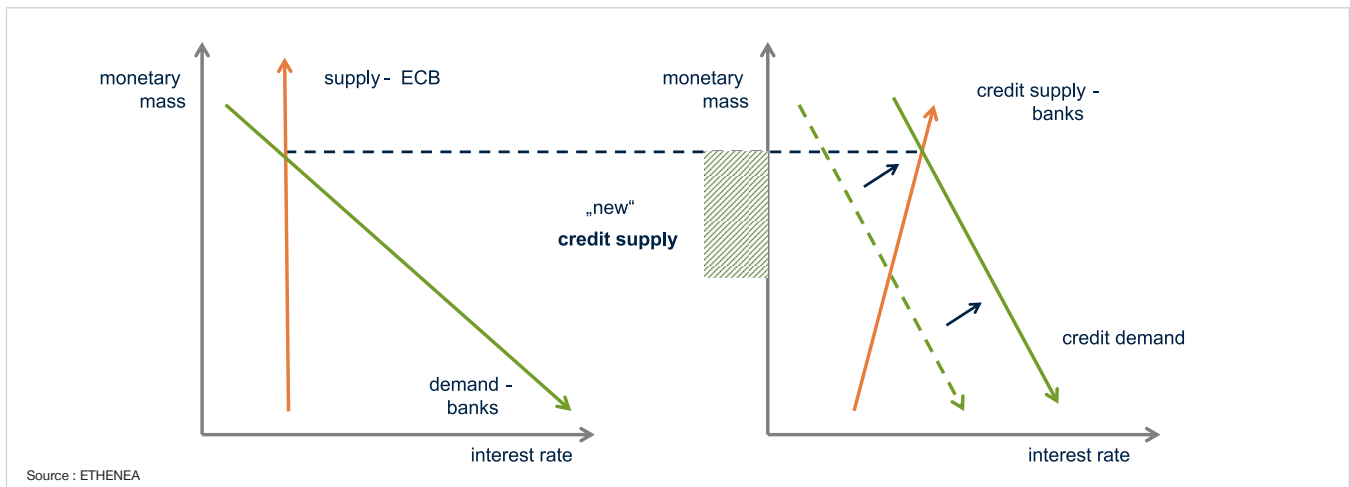
5. Pas de solution alternative aux réformes structurelles

En résumé, le tableau qui se dessine est décevant, voire déprimant : en tant que banque centrale dans l'esprit de la thèse de Raghuram Rajan, la BCE, avec toutes ses mesures, ne dispose visiblement pas des instruments nécessaires pour résoudre à elle seule les problèmes actuels. En revanche, le point positif est que la BCE a le courage de le reconnaître et de le communiquer ouvertement :

"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, président de la BCE, octobre 2014⁷

Pour une revitalisation durable du mécanisme de transmission, des réformes structurelles sont nécessaires, lesquelles doivent être menées par les différents États pour renforcer au final la demande de crédit, c'est-à-dire le déplacement vers la droite

⁷ « J'ai plusieurs fois cité l'exemple d'un jeune entrepreneur qui doit attendre 9 à 12 mois pour obtenir les autorisations et permis nécessaires à l'ouverture d'un nouveau magasin. Lorsqu'il a enfin le feu vert, notre entrepreneur est paralysé par toutes sortes d'impôts. Difficile, dès lors, de l'imaginer introduire une demande de crédit, et c'est là que l'exemple nous montre la nécessité de réformes structurelles. » Pour en savoir plus : https://www.ecb.europa.eu/press/tvservices/webcast/html/webcast_141002.en.html



Graphique 9 : Pas d'alternative aux réformes structurelles pour influencer la demande de crédit

de la courbe de la demande (graphique 9). Contrairement à *l'absence d'alternative* aux actions mentionnée en introduction, il conviendrait plutôt de parler *d'absence d'alternative aux réformes*. Ces réformes ne sont en aucune manière exceptionnelles. Dans sa citation, Mario Draghi indique clairement où sont les besoins. Par ailleurs, l'OCDE a eu la délicatesse d'établir un catalogue complet de propositions que l'on pourrait (ou devrait) mettre en œuvre.⁸

Au vu des débats naissants quant à un programme d'investissement européen, la politique européenne semble également

avoir pris conscience de la nécessité de prendre des mesures supplémentaires, que la BCE ne peut manifestement pas se permettre. Reste cependant à savoir si la prise de conscience du besoin de réformes sera rapidement suivie de faits, ou si les débats ne serviront qu'à se disputer et à rejeter la faute sur l'autre. Certains diront qu'il s'agit là d'une des missions majeures des dirigeants politiques. Mais c'est un autre sujet.

Conclusion : il est certain que l'on peut ignorer pendant un certain temps la nécessité de réformes structurelles, à l'instar de la gravitation terrestre, mais lorsqu'on se rapproche rapidement du sol depuis une hauteur élevée...

⁸ Pour en savoir plus : <http://www.oecd.org/eco/growth/overview-of-structural-reform-actions-2014.pdf>

Positionnement des Ethna Funds

Ethna-GLOBAL Defensiv

Dans le sillage de l'application par les banques de taux d'intérêt négatifs sur les placements en cash, la part d'investissement de l'Ethna-GLOBAL Defensiv a été nettement relevée. Les liquidités ont ainsi chuté de plus de 18 % au cours du mois. Afin de conserver le profil de risque et de maintenir une flexibilité suffisante, l'Ethna-GLOBAL Defensiv a principalement fait l'acquisition d'obligations très liquides de courte échéance et de meilleure qualité. Désormais, la part des emprunts d'État s'établit à plus de 35 % en fin de mois, et plus de 50 % du fonds est investi en titres libellés en USD en raison de l'écart de taux entre l'EUR et l'USD.

Du côté des devises, l'exposition au NOK de 2,4 % a été entièrement couverte. La raison en est la chute des prix du pétrole, qui ont subi de nouvelles pressions à la suite de la dernière réunion de l'OPEP du 28 novembre, ce qui a eu des répercussions sur le NOK en tant que monnaie pétrolière. Après la correction d'octobre, la reprise des marchés d'actions a également été mise à profit pour relever légèrement leur pondération et la porter à 4,2 % en fin de mois.

Ethna-AKTIV E

Au cours du mois, la part d'investissement a fortement augmenté, ce qui a fait chuter les liquidités à 3 %. Cette démarche s'est avérée nécessaire après l'adoption répétée par les banques de taux d'intérêt créditeurs négatifs sur les gros dépôts pour des clients institutionnels, parmi lesquels figurent également les fonds d'investissement. Pour conserver sa volatilité et sa flexibilité, l'Ethna-AKTIV E a principalement investi dans des emprunts d'État à court terme de meilleure qualité. Ainsi, les emprunts d'État liquides ont représenté en fin de mois quasiment un quart du portefeuille, et les obligations de meilleure qualité (notées AAA) près de 30 %. Cet ajustement préserve le fonds des conséquences de taux d'intérêt créditeurs négatifs, sans modifier pour autant son profil de risque ou perdre de sa flexibilité, nécessaire dans ces conditions de marché.

La part des obligations au sein du portefeuille a augmenté en conséquence de plus de 10 %, à 63,4 % en fin de mois. En dépit de l'important achat d'obligations notées AAA, la notation moyenne est demeurée inchangée à un niveau très élevé (entre A et A+). En raison de l'écart significatif entre les taux des obligations libellées en EUR et en USD (150 points de base pour les emprunts d'État américains et allemands à 10 ans), nous continuons de privilégier les obligations libellées en USD, car nous jugeons très faible la probabilité d'un très proche relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis.

Pour tirer profit de l'envolée des marchés d'actions internationaux, la part nette des actions a été augmentée de 10 %, à 32,4 % en fin de mois. En termes sectoriels, la majeure partie des achats a porté sur les valeurs américaines de la distribution. Ce secteur bénéficie largement de l'amélioration continue de

la conjoncture aux États-Unis, soutenue en outre par la chute des prix du pétrole. Nous avons également investi dans le secteur financier, qui constitue toujours un des poids lourds du portefeuille, aux côtés de la pharmacie et de la distribution. Les actions européennes de l'assurance bénéficient d'un semestre marqué par un minimum de dommages, ce qui renforce les perspectives de distribution de dividendes attractifs. Nous avons réduit le poids des actions dans le secteur des télécommunications afin de prendre des bénéfices. Les perspectives de marché positives et le relèvement des prévisions de bénéfices pour l'année prochaine ont donné un nouvel élan à ces actions. Du côté des devises, nous avons décidé de couvrir le risque de change sur le CHF et d'initier une modeste position directionnelle, car nous pensons que la Banque nationale suisse (BNS) est en mesure de maintenir à l'avenir le cours minimum fixé. Les autres modifications apportées aux expositions aux devises consistent en de légers ajustements tactiques.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Dans le sillage de l'adoption de taux d'intérêt créditeurs négatifs sur les gros dépôts, la part de la trésorerie au sein de l'Ethna-GLOBAL Dynamisch a également été nettement réduite, pour atteindre 8,2 % en fin de mois. Comme pour les autres fonds, nous avons veillé à ne pas modifier le profil de risque du fonds tout en conservant suffisamment de flexibilité pour pouvoir réagir rapidement et saisir les opportunités susceptibles de se présenter.

À la suite de la forte hausse enregistrée par les marchés d'actions internationaux, la part nette des actions a été augmentée de 31 % à 44 %. Nous avons renforcé nos positions sur les secteurs de l'assurance et de la pharmacie. Ces secteurs se distinguent notamment par d'importants flux de trésorerie et des rendements de dividendes élevés, et nous pensons que leurs actions vont encore surperformer en fin d'année. Les actions américaines de la distribution constituent un nouveau poids lourd au sein du portefeuille. Celles-ci tirent profit de la hausse du pouvoir d'achat des ménages américains dans le sillage de la chute des prix du pétrole. D'un point de vue géographique, les poids lourds du portefeuille demeurent les États-Unis et la Suisse. En raison de l'affaiblissement de la croissance au sein de la zone euro, cette région continue d'être fortement sous-pondérée.

La part des obligations a été relevée de 11 %, à près de 50 %, mais la notation moyenne est demeurée inchangée (entre A et A+). Plus de 17 % de ces investissements concernant des emprunts d'État très liquides, le fonds peut réduire fortement cette proportion à tout moment en cas de renforcement des positions sur les actions.

Du côté des devises, nous avons également couvert intégralement l'Ethna-GLOBAL Dynamisch contre le risque de change sur le CHF. Les autres modifications apportées aux expositions aux devises consistent en de légers ajustements tactiques.

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 %

Graphique 10 : Évolution des différentes données de marché par rapport au mois précédent et à l'année en cours*

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

Graphique 11 : Chiffres clés des Ethna Funds en fin de mois*

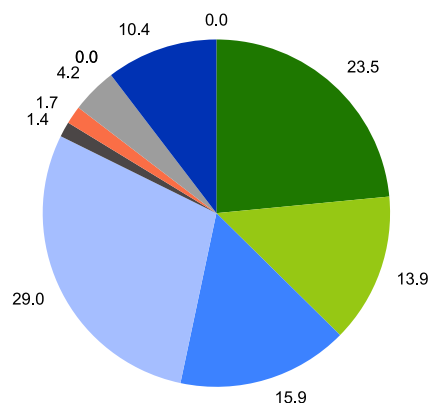
Ethna-GLOBAL Defensiv

% 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

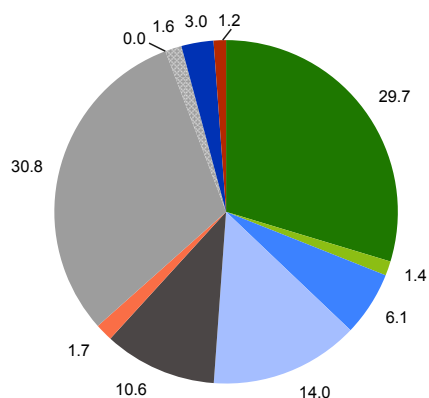
Graphique 12 : Composition du portefeuille de l'**Ethna-GLOBAL Defensiv** selon la notation attribuée aux émetteurs***Ethna-AKTIV E**

% 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

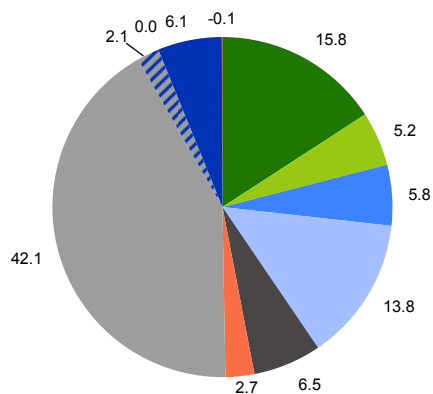
Graphique 13 : Composition du portefeuille de l'**Ethna-AKTIV E** selon la notation attribuée aux émetteurs***Ethna-GLOBAL Dynamisch**

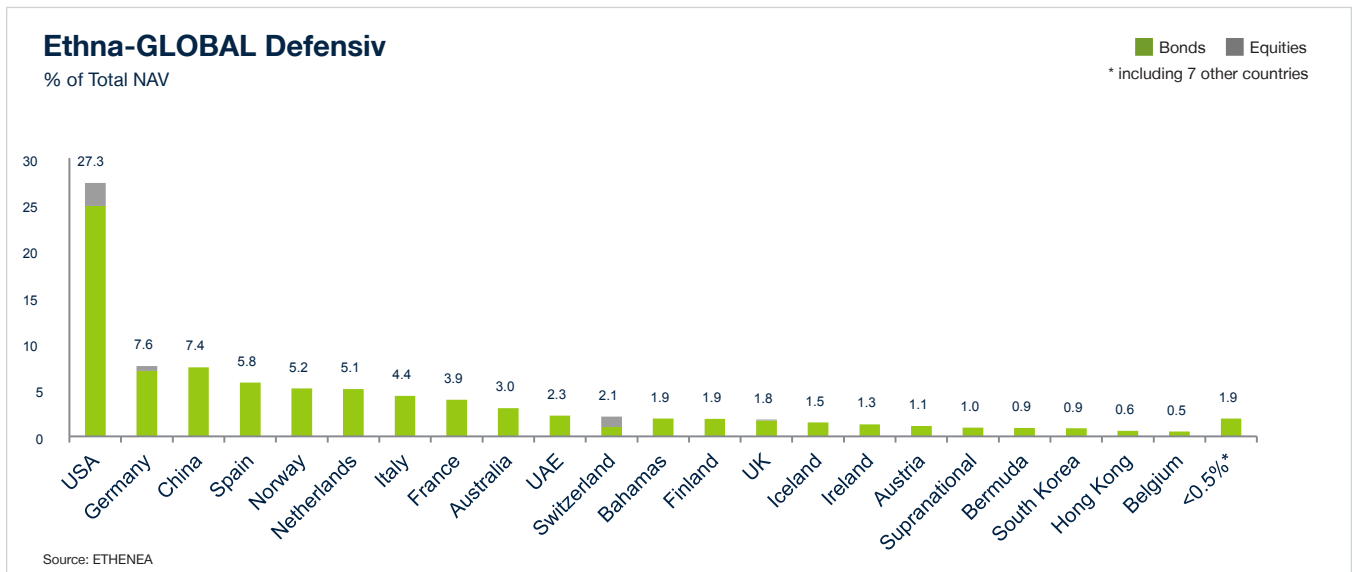
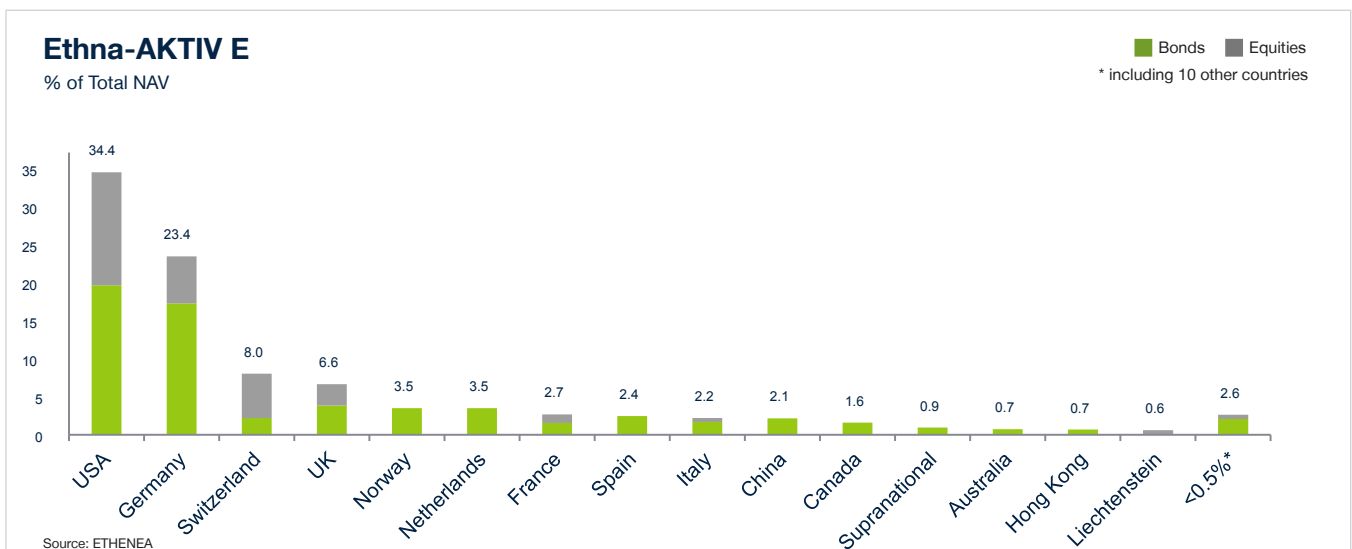
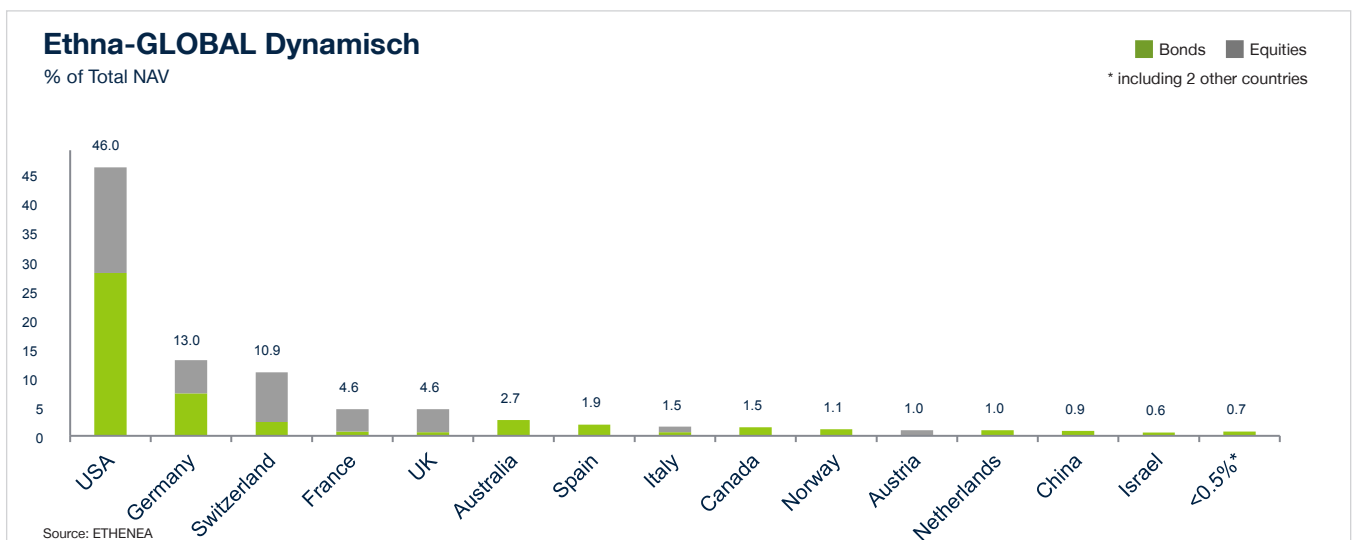
% of Total NAV

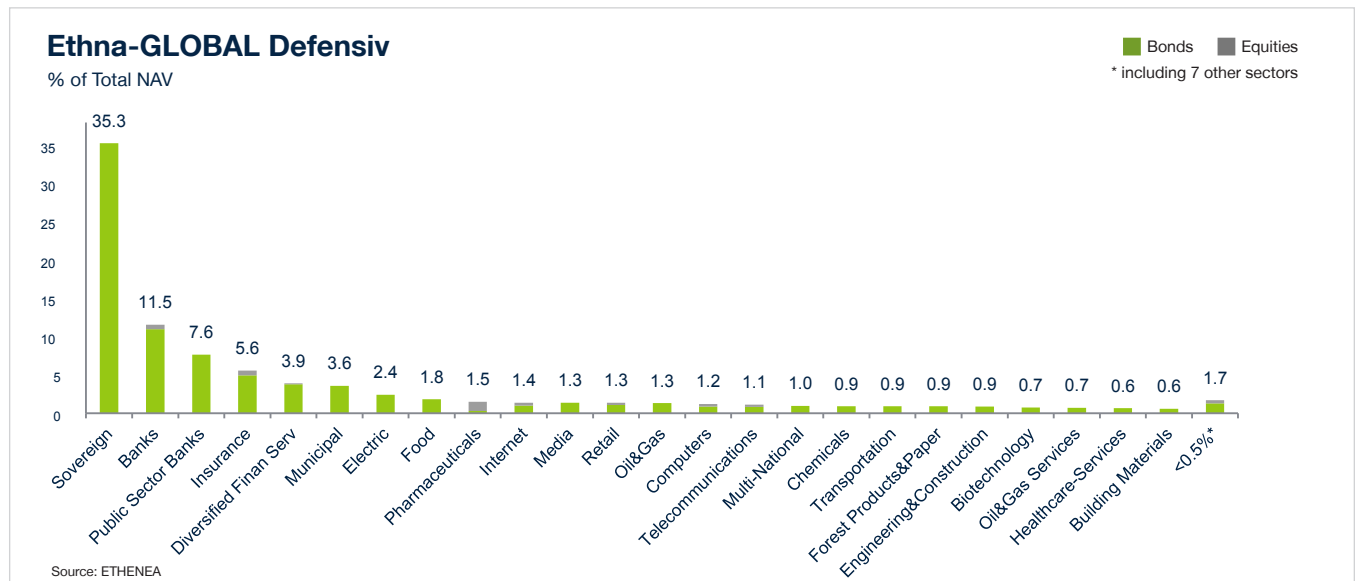
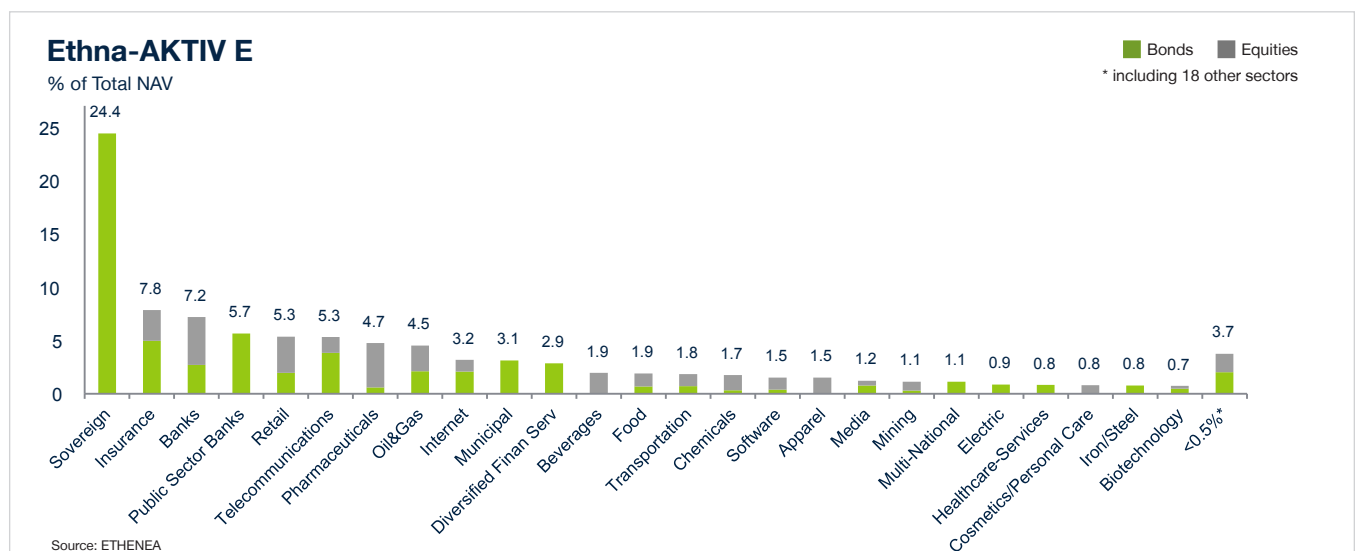
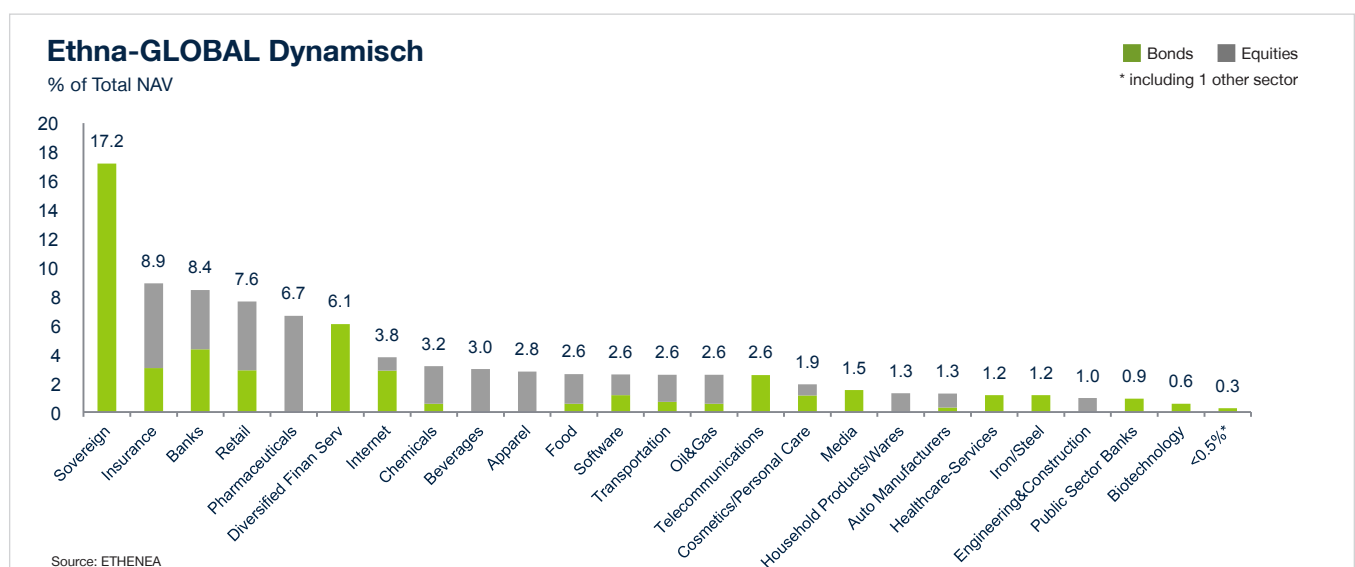
- AAA
- AA
- A
- BBB
- NON IG
- Not rated
- Equities
- Tactical reserve*
- Equity Hedge
- Cash
- Others

* for potential direct investments and derivatives in equities

Source: ETHENEA

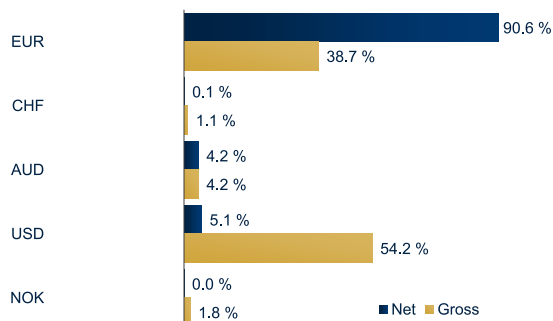
Graphique 14 : Composition du portefeuille de l'**Ethna-GLOBAL Dynamisch** selon la notation attribuée aux émetteurs*

Graphique 15 : Composition du portefeuille de l'**Ethna-GLOBAL Defensiv** selon la provenance*Graphique 16 : Composition du portefeuille de l'**Ethna-AKTIV E** selon la provenance*Graphique 17 : Composition du portefeuille de l'**Ethna-GLOBAL Dynamisch** selon la provenance*

Graphique 18 : Composition du portefeuille de l'**Ethna-GLOBAL Defensiv** selon la branche des émetteurs*Graphique 19 : Composition du portefeuille de l'**Ethna-AKTIV E** selon la branche des émetteurs*Graphique 20 : Composition du portefeuille de l'**Ethna-GLOBAL Dynamisch** selon la branche des émetteurs*

Ethna-GLOBAL Defensiv

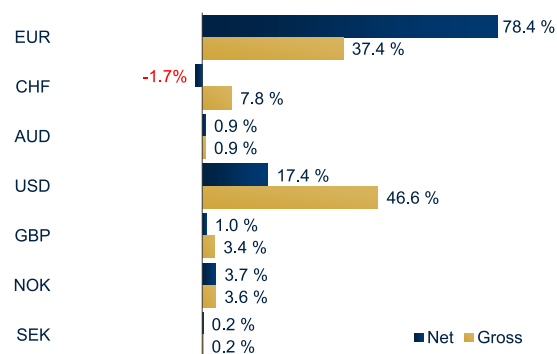
% of Total NAV



Source: ETHENEA

Graphique 21 : Composition du portefeuille de l'**Ethna-GLOBAL Defensiv** selon les devises***Ethna-AKTIV E**

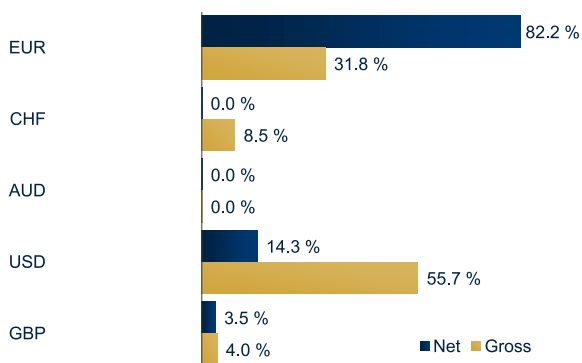
% of Total NAV



Source: ETHENEA

Graphique 22 : Composition du portefeuille du fonds **Ethna-AKTIV E** selon les devises***Ethna-GLOBAL Dynamisch**

% of Total NAV



Source: ETHENEA

Graphique 23 : Composition du portefeuille de l'**Ethna-GLOBAL Dynamisch** selon les devises*

* Remarque : les chiffres repris dans les graphiques sont au format anglais.



ETHENEA
managing the Ethna Funds



La Gestion de Portefeuille :

Daniel Stefanetti
Guido Barthels (auteur)
Luca Pesarini
Arnoldo Valsangiacomo

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

Nous nous tenons à votre entière disposition pour vos questions ou suggestions éventuelles.

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



Remarques importantes :

Comme pour tout les investissements dans des titres ou des actifs équivalents, les placements dans les fonds d'investissement comportent un risque de change et de cours. Conséquence : les prix des parts du fonds et la hauteur du revenu fluctuent et ne peuvent pas être garantis. Les coûts du placement influent sur sa performance réelle. Les documents de vente officiels constituent la seule base contraignante pour l'achat de parts. Toutes les informations publiées ici servent uniquement pour la description des produits et ne constituent pas des conseils de placement. Elles ne comportent pas d'offre de contrat de conseil ou de contrat de renseignement, ni une d'offre d'achat/vente de titres. Le contenu a été soigneusement recherché, compilé et vérifié. Aucune garantie ne saurait être assumée quant à leur justesse, leur exhaustivité ou leur exactitude. Munsbach, le 30/11/2014.