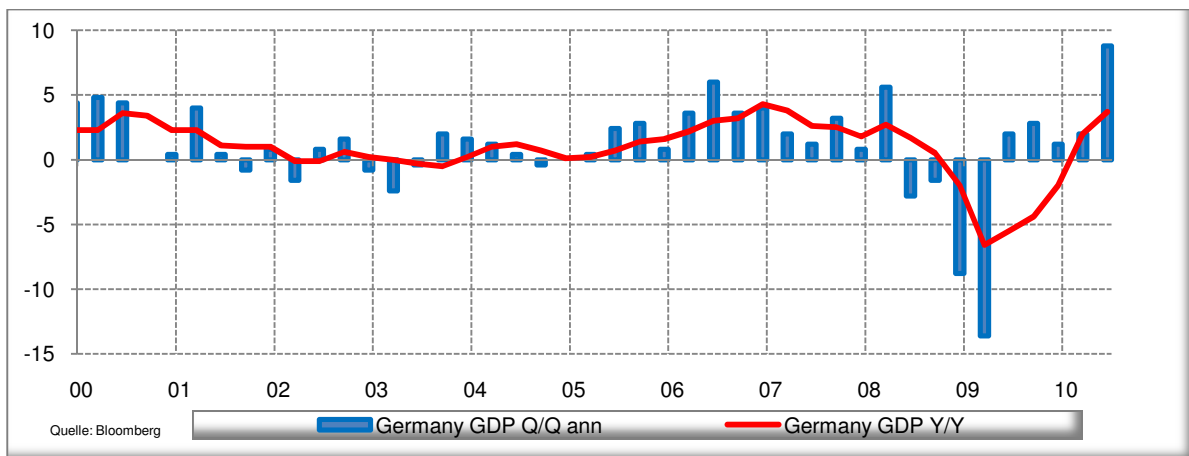




MONATSBERICHT OKTOBER 2010: FRIEDE, FREUDE, EIERKUCHEN?

Die Kapitalmärkte scheinen zu glauben, dass die derzeit zu beobachtende Wirtschaftserholung ein ganz regulärer Aufschwung nach einer ganz „gewöhnlichen“ Rezession zu sein scheint. Oder um den vielzitierten Spruch von Ex-Citibank-Chef Charles Prince zu bemühen, „Die Band scheint wieder zum Tanz zu spielen“. Die Marktteilnehmer sollten aber auf der Hut sein, dass dies kein „Tanz auf dem Vulkan“ wird.

Nun aber genug der Plattitüden. Viele Marktteilnehmer aus Kerneuropa, dazu zählt der Autor der Vereinfachung halber Deutschland, Österreich und Holland, stehen noch etwas unter dem (positiven) Schock der deutschen „Superman“-Wachstumswahlen des 2. Quartals (siehe Grafik 1, aus dem Monatsbericht September 2010). Frankreich bleibt dabei außen vor, da die Franzosen gerade mehr damit beschäftigt sind, gegen die unglaubliche Zumutung der Erhöhung des Renteneintrittsalters von 60 auf 62 Jahren zu demonstrieren, und damit die Produktion in dem Land quasi zum Stillstand bringen. Wenn man dann beobachtet, dass sich Schüler und Studenten unter den Demonstranten befinden, deren Interesse eigentlich eine unvermeidbare Verlängerung der Lebensarbeitszeit sein sollte, dann wünscht man sich ja schon fast: „deren Probleme möchte man haben“.

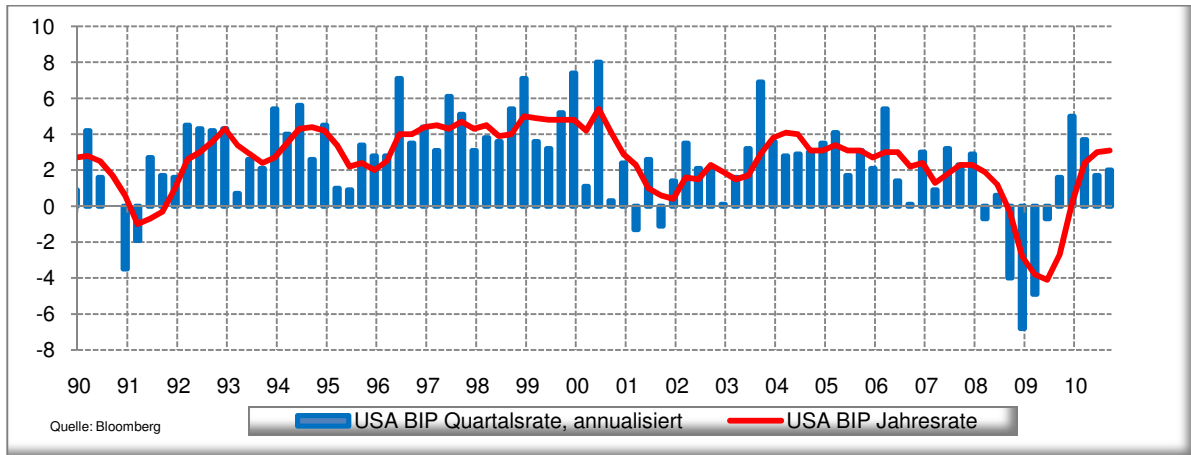


Grafik 1: Deutsches BIP-Wachstum in Jahres- und annualisierten Quartalsraten

Aber genug dieser Tagträume. Die harsche Realität der Märkte fordert die gesamte Aufmerksamkeit. Marktteilnehmer unterschiedlicher Regionen haben zurzeit sicherlich sehr verschiedene Auffassungen über den Zustand der Volkswirtschaften im Allgemeinen und die Kapitalmärkte im Speziellen. Während Kerneuropa noch die Wachstumswahlen des zweiten Quartals feiert, steigert sich die Begeisterung beim Betrachten des Rückgangs der Arbeitslosenzahlen ins schier Unermessliche (siehe Grafik 3), und lässt die Marktteilnehmer „Friede, Freude, Eierkuchen“ rufen! Zur gleichen Zeit haben Marktteilnehmer in den USA, Irland, Spanien und vielen anderen Regionen der Welt wohl weniger das Bedürfnis nach „It’s all hunky-dory!“ zu rufen. Grafik 2 zeigt, dass das US-amerikanische Wirtschaftswachstum sich im dritten Quartal dem vielzitierten „soft-patch“ nähert. 2 Prozent annualisiertes Quartalswachstum ist mehr in der Nähe des „Durchwursteln“, als

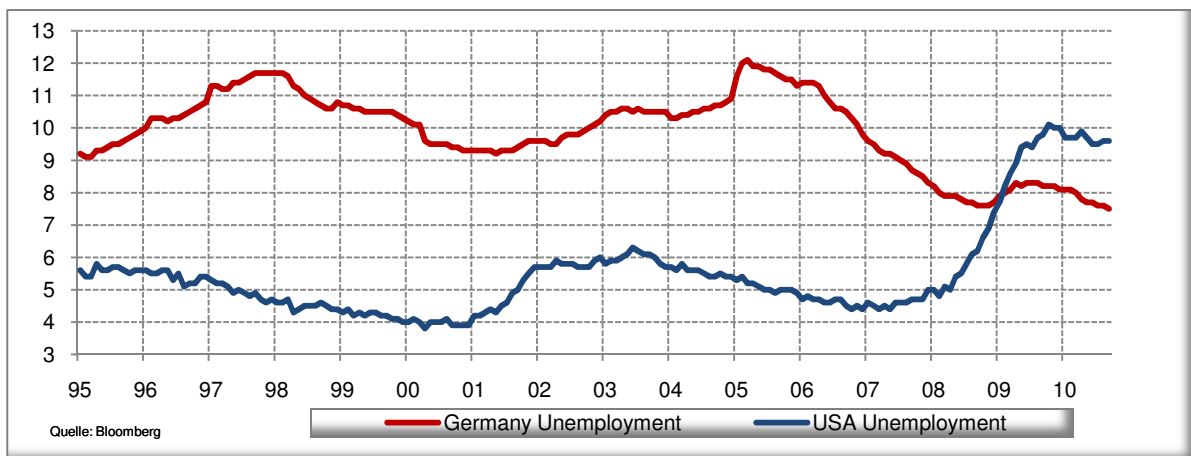


an dem „Super“-Wachstum aus Kerneuropa. Wenn man dann noch bei näherer Analyse feststellt, dass ein Grossteil des Wachstums aus dem Aufbau der Lagerbestände herrührt, dann ist die Erwartungshaltung für das vierte Quartal eher noch negativer. Man muss dabei wissen, dass ein zu erwartender Abbau der Lagerbestände im Weihnachtsgeschäft einen negativen Einfluss auf die BIP-Wachstumsraten hat. Das Mysterium der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung!



Grafik 2: US-amerikanisches BIP-Wachstum in Jahres- und annualisierten Quartalsraten

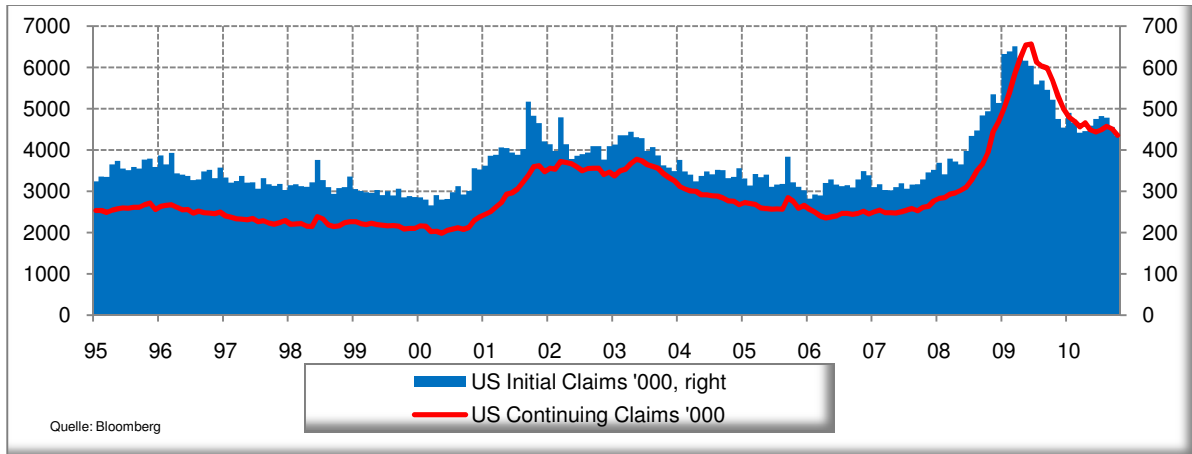
Damit die sehr hartnäckige hohe Arbeitslosigkeit in den USA (siehe Grafik 3) aber signifikant abgebaut werden kann, muss laut Aussage zahlreicher erfahrener Ökonomen das Wachstum eher 3.5 Prozent betragen. Das derzeitige anämische Wachstum wird dabei kaum weiterhelfen können. Das deutsche „Jobwunder“, bei dem man quasi schon von Vollbeschäftigung spricht, da viele der noch gezählten Langzeitarbeitslosen nicht mehr arbeitsfähig sind, ist von dem Zustand in den USA scheinbar meilenweit entfernt. Obama wurde dementsprechend auch bei den „mid-term elections“ abgestraft.



Grafik 3: Arbeitslosigkeitsraten in den USA und Deutschland im Vergleich



Auch das erneute „quantitative Easing“ der Federal Reserve ist ein Ausdruck der schon fast Verzweiflung zu nennenden Gemüthaltung der US-Administration, die Arbeitslosigkeit nicht kontrollieren zu können. Obwohl die in den USA üblichere Darstellung der Arbeitslosenerstanträge durchaus etwas Besserung verspricht, liegt noch ein langer Weg vor der US-Regierung (siehe Grafik 4).



Grafik 4: Erstanträge und Arbeitslosenzahl in den USA in Tausend

Spanien, als Extrembeispiel für die sogenannte europäische Peripherie, hat auch sein Päckchen zu tragen. Nicht nur die Arbeitslosigkeit (siehe Grafik 5), sondern auch die ausufernde Staatsverschuldung macht das Regieren dieser Länder sicherlich nicht vergnügungssteuerpflichtig.

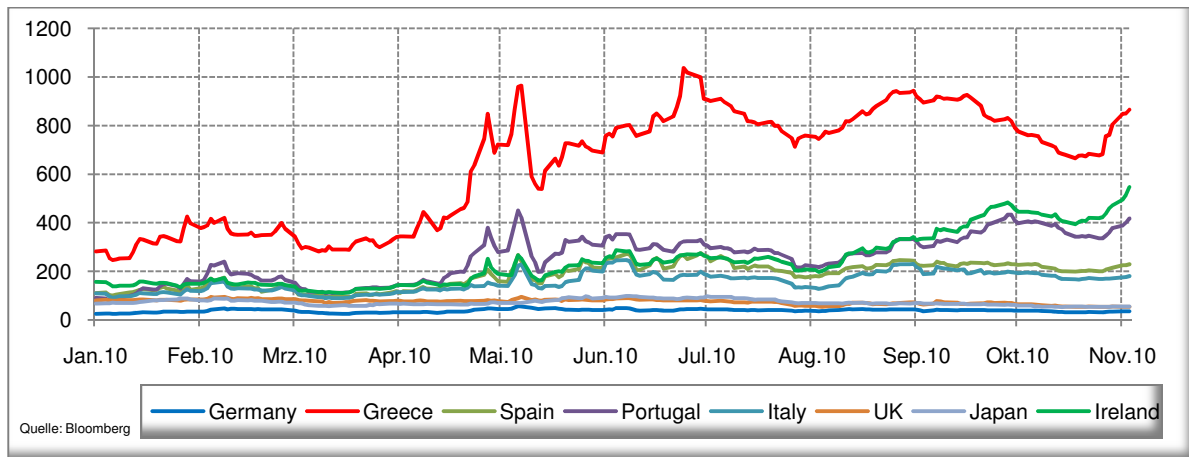


Grafik 5: Arbeitslosenquote in Spanien

Die jüngsten Bemerkungen verschiedener deutscher Politiker, die sich auf die vermeintliche Haftung von Besitzern festverzinslicher Wertpapiere bei der Bewältigung der Schuldenkrise in den europäischen Peripherie-Ländern beziehen, verursachten zwei sehr unterschiedliche Reaktionen. Zum Einen erhöhten sich die Prämien



der Kreditausfallversicherungen (CDS) der uncharmanter weise sogenannten „PIIGS“-Staaten signifikant (siehe Grafik 6), damit auch die potentiellen Refinanzierungskosten dieser Staaten und konsequenterweise auch deren Probleme. Die andere Konsequenz ist sehr viel persönlicherer Natur für den Autor, der mit der deutschen Lokalpolitik verbunden ist. Dass die Bundesregierung ihre Wirtschaftskompetenz auf dem Altar des Populismus opfert, trifft den Autor sehr.



Grafik 6: Prämien für 5-jährige Kreditausfallversicherungen (CDS) ausgewählter Staaten

Um hier vielleicht der noch verbliebenen Wirtschaftskompetenz auf die Sprünge zu helfen, möchte der Autor zu dem probaten Mittel der Schulung greifen. Nachdem viele Marktteilnehmer erwartungsvoll auf die Nachricht der Details des neuesten „QE II“ gewartet haben, und nachdem die Summe von weiteren \$600 Milliarden bekannt gemacht wurde, stellt sich die Frage, wer weiß eigentlich noch, warum die „Fed“ quantitative Geldpolitik durch Aufkäufe von Staatsanleihen betreibt?

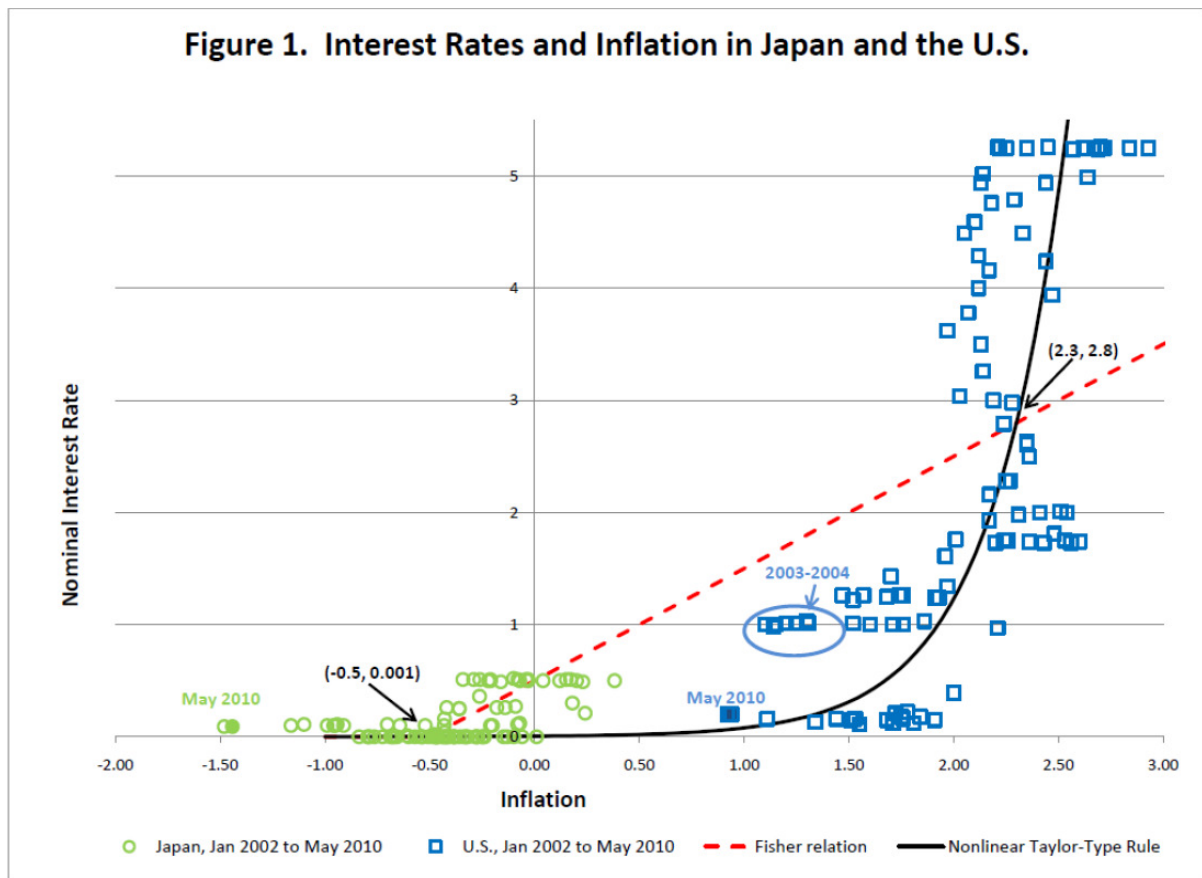
Für alle Leser, die den jüngst veröffentlichten Report des Chefs der Federal Reserve Bank von St. Louis nicht gelesen haben, möchten wir hier eine stark verkürzte Interpretation des Autors von dem Kernstück des informativen Dokuments des Herrn James Bullard darreichen.

Grafik 7, die direkt dem Dokument „Seven Faces of The Peril“ entnommen wurde, fasst Herr Bullard handschriftlich quasi die Gründe der enormen Nervosität der amerikanischen Notenbankler treffend zusammen. Kurz gesagt, zeigt die Grafik die Zentralbankzinsen auf der einen Achse und die Inflationsraten auf der anderen Achse. Die blauen Rechtecke repräsentieren die amerikanische Geldpolitik und die grünen Kreise die Geldpolitik in Japan. Die „ausgemalten“ Symbole kennzeichnen die jeweils letzten Datenpunkte im Mai 2010. Zudem kann man erkennen, dass der Großteil der blauen Symbole eher auf der rechten Seite der Grafik liegt, während die grünen Symbole eher auf der linken Seite abgebildet sind. Die parabelähnliche „Taylor-Kurve“ ist eine Approximation der Effektivität der traditionellen Geldpolitik der Notenbank. Diese besagt dass, wenn die Inflation über einen bestimmten Zielwert steigt, die Zinsen überproportional angehoben werden und umgekehrt im Falle von zu niedriger Inflation, die Zinsen überproportional sinken. Diese Geldpolitik funktionierte gut, solange die Inflation über einen gewissen Minimumwert liegt. Darunter, also im linken Teil der Grafik, funktioniert die traditionelle Geldpolitik nur sehr ungenügend. Die Wirtschaft befindet sich in der sogenannten



Liquiditätsfalle, wie im Fall von Japan gut zu beobachten ist. Die japanische Notenbank versucht nun schon seit fast 15 Jahren, die Inflation über steigende Wirtschaftsdaten auf ein normales Niveau um die 2 Prozent hinzubewegen - bisher erfolglos. Das nun unternommene und wiederum neu aufgelegte „quantitative Easing“ der Fed soll quasi den Punkt „May2010“ nach rechts verschieben, in den steileren Bereich der Taylorkurve hinein, also in Bereiche wo traditionelle Geldpolitik wieder funktioniert. Ob dies gelingt, steht in den Sternen, ist aber nach Ansicht der Fed zumindest einen Versuch wert. Wenn es nicht gelingen sollte, ist „Japanifikation“, also sehr niedriges Wachstum bei sehr niedrigen Inflationsraten, wahrscheinlich. Wir bleiben gespannt.

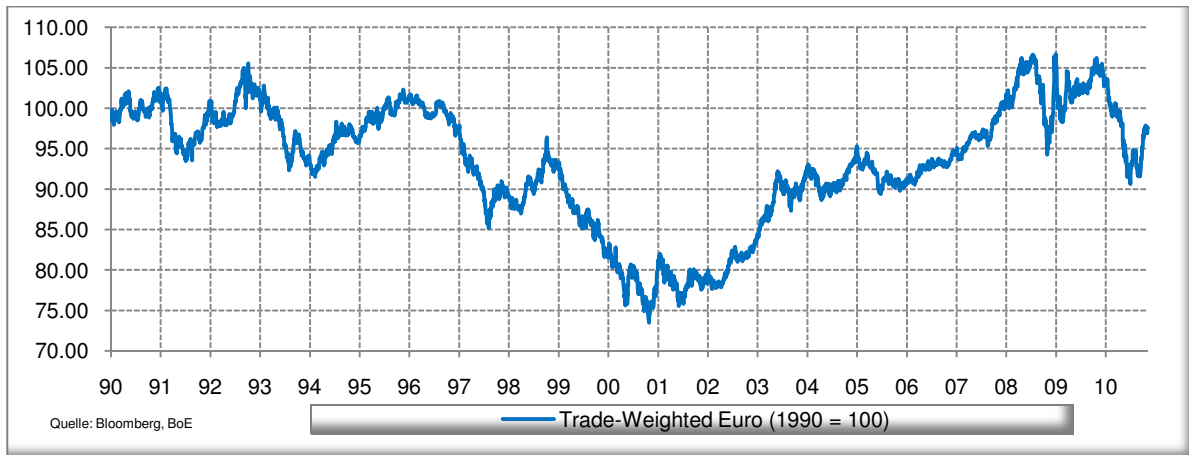
Den interessierten Leser möchten wir ermutigen, das gesamte Dokument zu lesen, das auch nach einer kurzen Eingewöhnungszeit durchaus verständlich zu lesen ist. Das wird meine fast schon sträfliche Vereinfachung auch wieder relativieren.



Grafik 7: Nominalzinsen und Inflationsraten in Japan und USA von 2002 bis 2010 (Auszug aus „The seven faces of „The Peril“, von James Bullard, CEO der Fed St. Louis, Juli 2010)

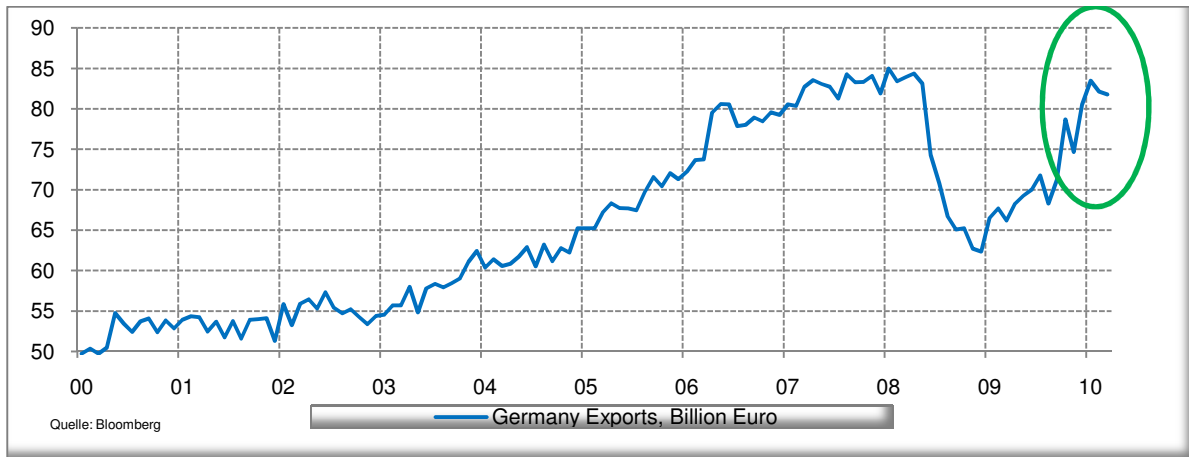


Nach diesem Exkurs möchten wir gerne unseren Augenmerk wieder auf die Frage richten, ob denn in Deutschland zumindest „Friede, Freude, Eierkuchen“-Rufe berechtigt sind. Gerade im Hinblick auf den jüngst um 6 Prozent gestiegenen handelsgewichteten Euro (siehe Grafik 8) kommen durchaus Zweifel auf, da die stark exportlastige deutsche Wirtschaft gerade vom schwachen Euro in den Vormonaten profitiert hat.



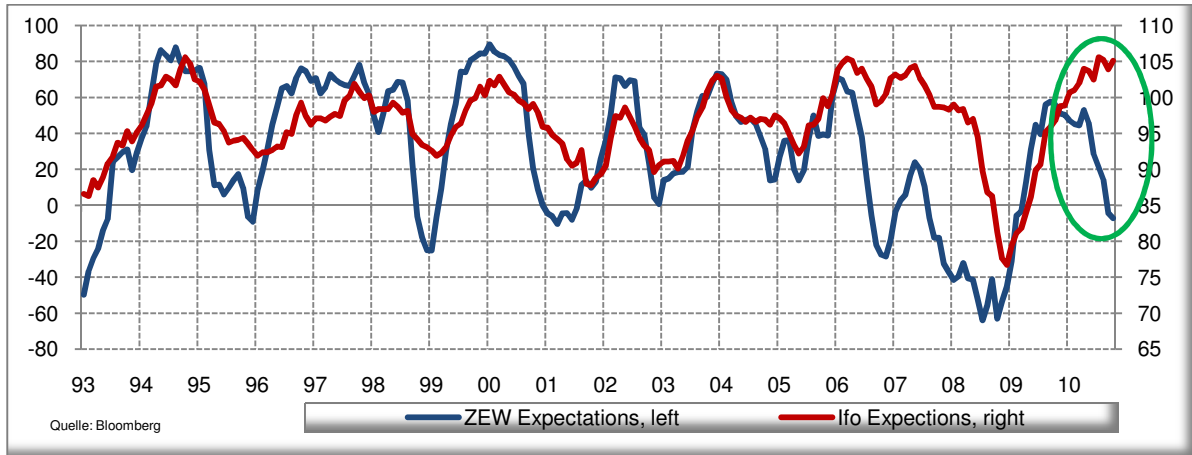
Grafik 8: handelsgewichteter Eurowechselkurs

Die letzten Daten der Exportwirtschaft zeigen auch schon eine leichte Abwärtskorrektur (siehe Grafik 9).



Grafik 9: Deutscher Export in Milliarden Euro

Allerdings ist bislang lediglich von einer kleinen Korrektur die Rede. Die Beschäftigungszahlen in Grafik 3, die sich in Richtung Vollbeschäftigung bewegen, lassen erahnen, dass die nächsten Tarifverhandlungen eher arbeitnehmerfreundlich werden könnten. Kräftigere Lohnerhöhungen werden zumindest in der Theorie die Binnennachfrage stärken. Ob dies genügt, um einen möglichen Rückgang der Exporte zu kompensieren, bleibt abzuwarten.



Grafik 10: ZEW und Ifo Erwartungsindizes

Einzig die Disparität zwischen Ifo und ZEW Indices gibt etwas Anlass zur Sorge, ob die deutsche Wirtschaft auch weiterhin so „brummen“ wird. Aber auch hier gibt es genügend relativierende Erklärungen, die zusammenfassend feststellen, dass die Erwartungen im ZEW nur deshalb so stark runtergehen, weil sie im Vorfeld zu stark und zu schnell gestiegen sind. Den Akteuren insofern der Glaube fehlt, dass es ohne weitere Korrekturen im Wachstum so weitergehen kann. Möglicherweise sind diese Erklärungen richtig, obwohl sie eher „milchmädchenhaft“ klingen.

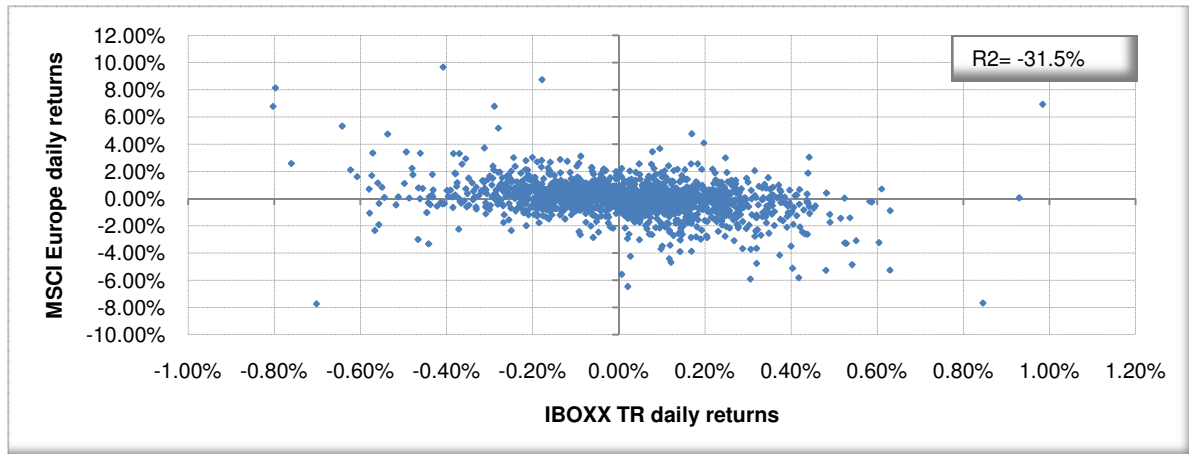
Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass in Kerneuropa durchaus die Stimmung „Friede, Freude, Eierkuchen“ vorherrscht, auch wenn vielleicht der Eierkuchen nicht ganz so gross ausfällt. In der restlichen sogenannten entwickelten Welt hingegen ist längst nicht alles „hunky-dory“ und grosse Herausforderungen bleiben bestehen. Die größte Herausforderung ist sicherlich, die alternativlose Zurückführung der sonst unkontrollierbaren Staatsschulden.

An dieser Stelle sei noch ein kurzer Blick auf die grundlegenden Annahmen eines Mischfondskonzepts erlaubt, wie diese im **Ethna-AKTIV E**, **Ethna-GLOBAL Defensiv** und **Ethna-GLOBAL Dynamisch** umgesetzt werden. Zum Einen gibt das Konzept die Möglichkeit, in sowohl Renten als auch Aktien des gleichen Emittenten zu investieren, je nachdem was ertragsreicher zu dem Investitionszeitraum erscheint. Zum Anderen gibt einem die Flexibilität eines Mischfonds auch die Freiheit, in sowohl Aktien- wie auch Rentenmärkten gleichzeitig investiert zu sein. Das letztere macht aber nur dann Sinn, wenn keine grosse Korrelation zwischen diesen Marktsegmenten existiert, also echte Diversifizierung auftritt.

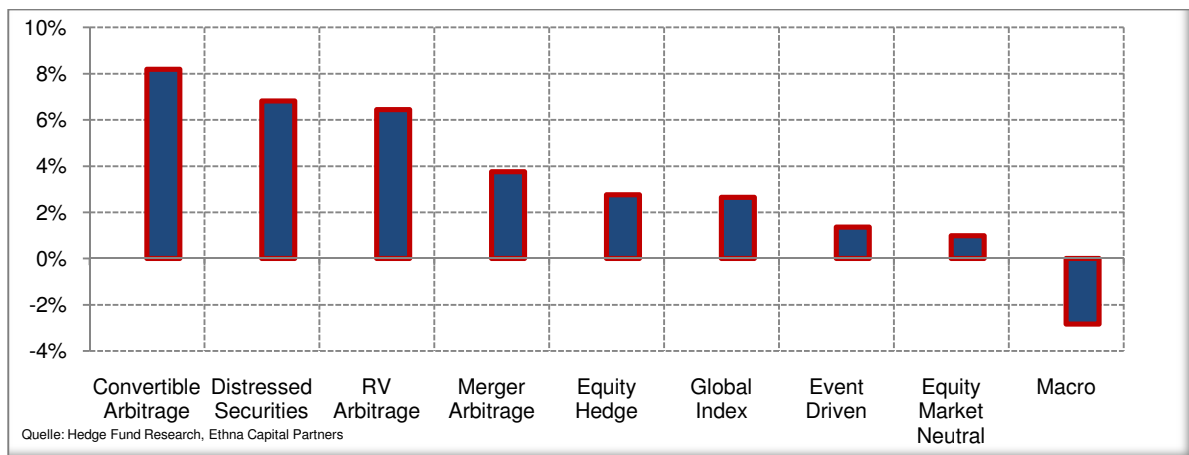
Grafik 11 zeigt eine exemplarische Analyse zwischen den täglichen Erträgen und Verlusten eines breiten Aktienindex (MSCI Europe 15 Local Currency) und eines breiten Rentenindex (IBOXX Overall Total Return). Wie die Analyse der letzten 2500 Datenpunkte zeigt, besteht bei einem Korrelationskoeffizienten von lediglich -31.5% nur ein sehr geringer Zusammenhang zwischen den hier abgefragten Märkten - perfekt für einen Mischfonds-Ansatz.



Einzelstrategie-Hedgefonds, oft als alternative Anlage gesehen, haben das Jahr 2010 auch eher schlecht als recht abgeschnitten (siehe Grafik 12). Lediglich die Hedgefonds, die sich auf die Anlagestrategie „Convertible Arbitrage“ spezialisiert haben, erreichen 2010 ähnliche Erträge wie unsere Ethna Fonds.



Grafik 11: Korrelationsanalyse zwischen MSCI Europe und IBOXX Total Return tägliche Prozentänderungen



Grafik 12: Einzelstrategie Hedge-Funds Jahreserträge in 2010

Trotz der weiterhin sehr volatilen Märkte (siehe Grafik 13) halten unsere Ethna Fonds stabil an ihren bisher aufgelaufenen Erträgen fest. Kleinere Rückschläge wie bei den für uns gegenläufigen Bewegungen bei den Währungen und auch bei unserer kleinen „Irland“-Position werden überkompensiert mit positiven Erträgen in anderen Bereichen. Portfolio-Diversifikation eben!

Aufgrund unserer weiterhin doch eher positiven Meinung zum Wirtschaftswachstum in Kerneuropa, haben wir unser Aktienengagement auf 21% im Ethna-AKTIV E und 7% im Ethna-GLOBAL Defensiv (siehe Grafiken 13 und 14) weiter ausgebaut.



Das durchschnittliche Rating in den beiden Fonds ist aufgrund verschiedener Downgrades etwas rückläufig: zwischen A- und BBB+ im Ethna-AKTIV E und zwischen A und A- im Ethna-GLOBAL Defensiv. Diese Tendenz wird vom Portfolio Management aber sehr eng verfolgt, um sicherzustellen, dass kein Abgleiten des Fondsratings in den Nicht-Investmentgrade Bereich erfolgt. Im Gegenteil erwarten wir auch hier durch reguläre Updates in einem Aufschwung wieder Verbesserungen in der Ratingstruktur.

Die durchschnittliche Restrendite im Rententeil des Ethna-AKTIV E ist mit 6.16% und mit 5.80% im Ethna-GLOBAL Defensiv ähnlich wie im Vormonat. Die Duration ist bei beiden Fonds ziemlich genau bei 4.50.

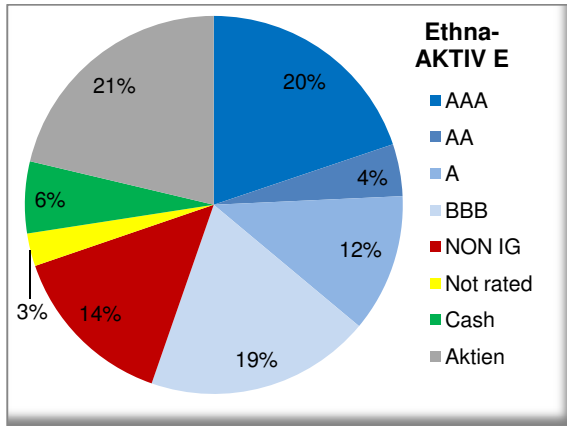
	Currency								
	TW €	€/\$	€/CHF	€/£	€/JPY	€/AUD	€/NOK	€/CAD	€/TRY
Last	96.97	1.3916	1.3686	0.8688	112.01	1.4179	8.1765	1.4159	1.9936
-1M	0.8%	2.2%	2.4%	0.3%	-1.4%	0.5%	2.1%	1.0%	1.1%
-1Y	-7.2%	-5.6%	-9.4%	-3.1%	-15.5%	-13.5%	-2.9%	-11.1%	-10.2%

	Germany Gvmt				ITRAXX 5y	
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover
Last	0.989	1.712	2.518	153	82	361
-1M	16	23	24	8	-14	-51
-1Y	-30	-70	-71	-41	-6	-161

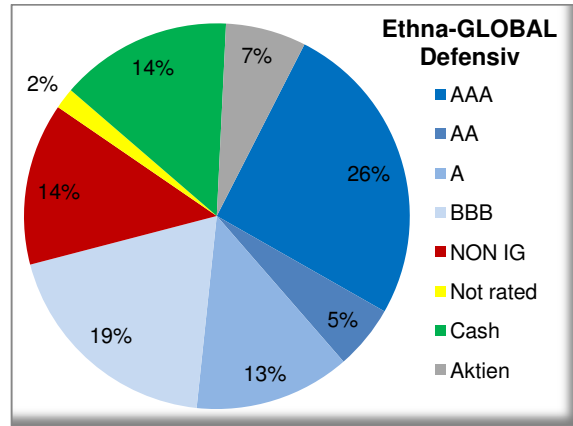
	Yield pick-up to German 10y Gvmt									
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece
Last	8	56	-158	40	41	20	94	169	343	804
-1M	23	67	-134	38	53	23	112	185	403	817
-1Y	15	39	-182	30	35	28	31	56	56	142

	Equities					
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	6601.37	11118.49	2844.99	3833.5	5675.16	9202.45
-1M	6.0%	3.1%	3.5%	3.2%	2.3%	-1.8%
-1Y	21.9%	14.5%	3.7%	6.3%	12.5%	-8.3%

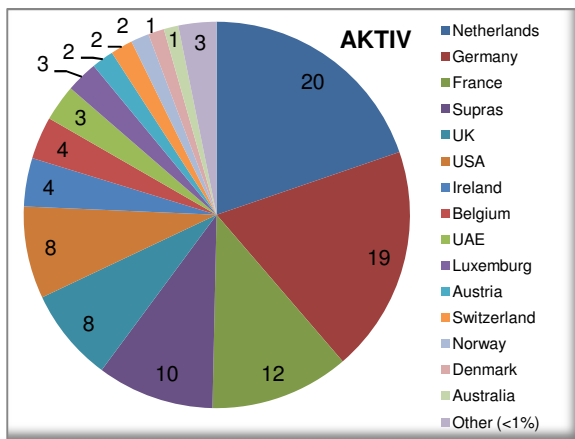
Grafik 12: Marktveränderungen



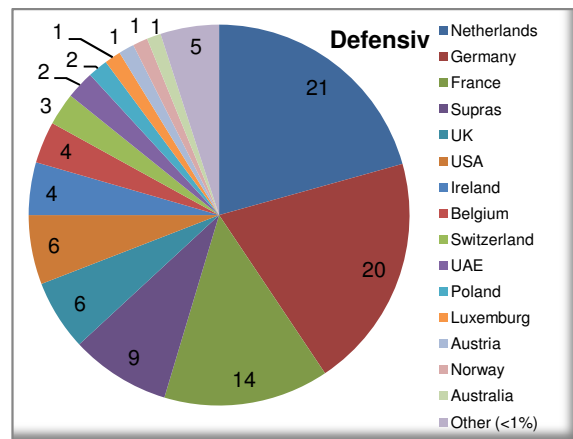
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenrating



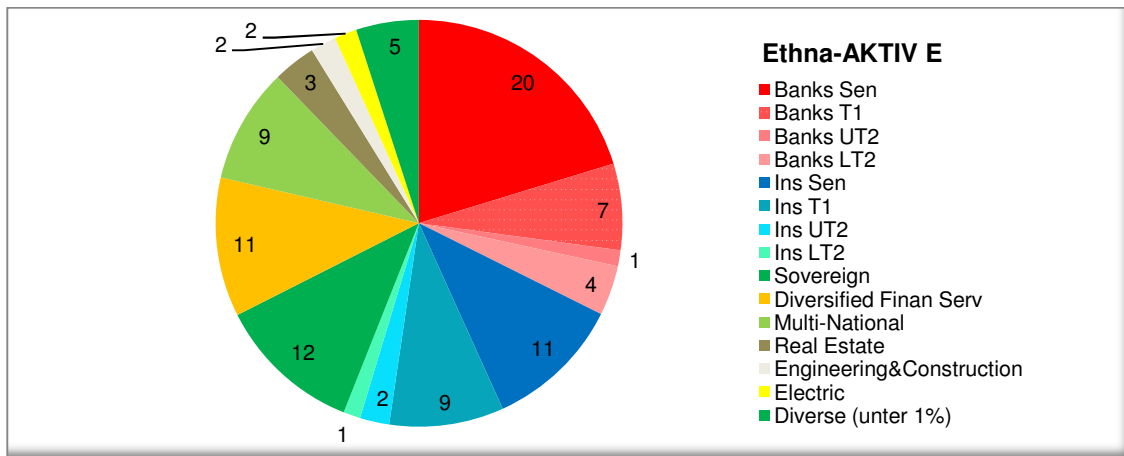
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenrating.



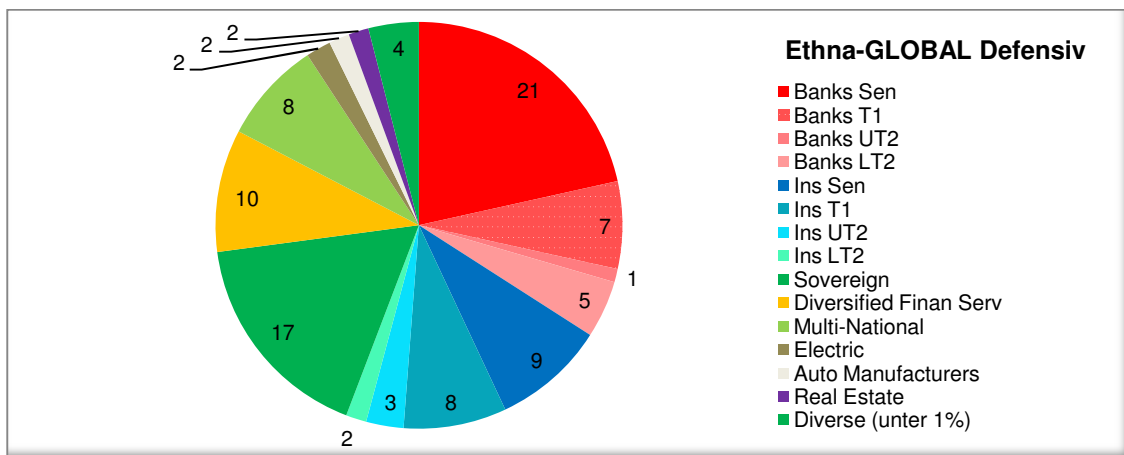
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenherkunft.



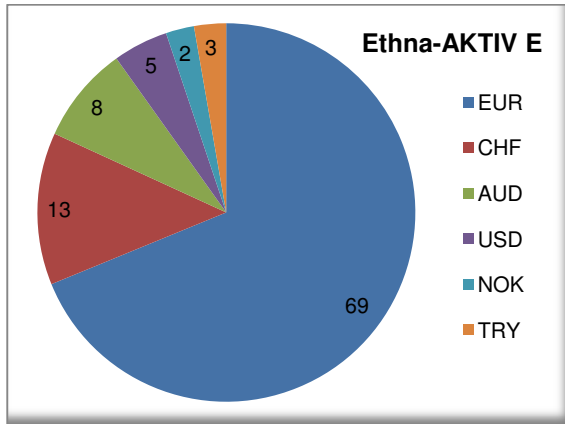
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenherkunft.



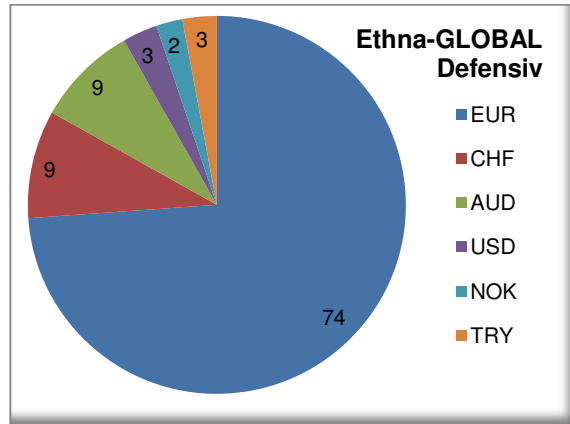
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Emittentenbranche



Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Emittentenbranche.



Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währung



Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währung

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

Der nächste Marktkommentar erscheint pünktlich zu Beginn des nächsten Monats in Ihrem Postfach.

Mit freundlichen Grüßen

Guido Barthels

(Autor)

Luca Pesarini

Hinweis:

Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, 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 Anteilswerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Produktbeschreibung und stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden.

Wollerau, 05.11.2010