



MONATSBERICHT August 2011: Selektive Myopie

In vielen Sommermonaten ist es oft schwierig, Themen für einen Monatsbericht zu finden. Nicht so dieses Mal! Als wenn wir es im Vormonat schon geahnt hätten, dass uns ein besonderer „Sommer“ bevorsteht, hielt der August, was der Juli 2011 bereits versprach. Dementsprechend gibt es eine Vielzahl von Themen, die es wert sind, näher beleuchtet zu werden.

Selektive Myopie hört sich einfach besser an als ausgewählte Kurzsichtigkeit. Ob das Erstere oder das Letztere, schlussendlich geht es darum, dass speziell die Finanzmärkte scheinbar den Blick für das Gesamtbild, in Englisch „Big Picture“, verloren haben. Man fokussiert sich auf einen Teilausschnitt des Ganzen und blendet alles andere, vor allem gegenläufige Meinungen, einfach aus. Aber dazu später.

Mit einer gewissen morbiden Faszination konnte man in der ersten Augustwoche verfolgen, wie eine Verkaufswelle aus nichts als heißer Luft eine französische Großbank erreichte. Die Welle reduzierte den Marktwert dieser Bank um 15 % bzw. fast € 3 Milliarden. Gerüchte über Gerüchte lösten diesen Kursrutsch nicht nur bei den Aktien der Société Générale aus, sondern auch über die CDS Märkte in den Tausenden von Schuldverschreibungen der „SocGen“. Unter der (optimistischen) Annahme, dass die Bonds im Schnitt circa 10 % verloren, bedeutet das bei dem Volumen der ausstehenden Schuldverschreibungen einen Marktwertverlust von nochmals € 18 Milliarden. Daraus errechnen wir einen erschreckenden Gesamtverlust des Marktwertes von über € 20 Milliarden! Es ist bemerkenswert, im negativen Sinne, dass eine Zeitungsmeldung so etwas auslösen kann. Die mittlerweile weitestgehend ermittelten Fakten sind wie folgt: Am 7. August veröffentlichte die englische Sonntagszeitung „Mail on Sunday“ einen Artikel, in dem über „Schwierigkeiten“ der Société Générale spekuliert wurde. Zwei Tage später, am Dienstagabend, dementiert die Zeitung ihren eigenen Artikel. Am nächsten Morgen [sic!] beginnt der Ausverkauf der „SocGen“ mit Hinweis auf den „Mail on Sunday“-Artikel, geradezu als Antwort auf das Dementi. Gleichzeitig verteuert sich die Kreditausfallversicherung (CDS) für den Staat Frankreich von bereits sehr pessimistischen 120 Punkten auf über 160 Punkte. Andere französische Banken, wie die BNP, verlieren ebenfalls massiv an Wert. Schuldverschreibungen lokaler Versicherungen wie Groupama, die viele nicht-französische Marktteilnehmer bis zu diesem Tag gar nicht kannten, gehen in den freien Fall über und verlieren über 20 % an Wert. Am nächsten Tag ruft der Vorstand der „SocGen“ die französischen Aufsichtsbehörden an, um den Ursprung des fatalen Gerüchts ausfindig zu machen. Mittlerweile wird im Markt gemunkelt, dass der „Mail on Sunday“-Artikel fälschlicherweise aufgrund einer Fiktion der Zeitung Le Monde geschrieben wurde, in der über den fiktiven Niedergang des Euro spekuliert wurde. Nach Dementi und den Dementi der Dementi sowie erschwerter Lektüre von fremdsprachigen Zeitungsartikeln bleibt dem Beobachter letztendlich nur festzustellen, dass es schon erheblich billigere Zeitungsenten in der so genannten „Saure-Gurken-Zeit“ gab, als die hier beschriebene. Da lobt der Autor lieber die Bild Zeitung, welche über die entlaufene Kuh Yvonne ganze Zeitungsseiten füllte. Das kostet weniger Nerven, auch wenn es uninteressanter ist.

Schlussendlich hat sich der Kurs der „SocGen“ sowohl bei den Aktien wie auch bei den Renten wieder etwas erholt, allerdings scheint ein über die Zeitungssente hinaus anhaltender Vertrauensschaden entstanden zu sein. Viele Investoren denken trotz der Nachrichtenlage offensichtlich weiterhin: Wo Rauch ist, muss auch Feuer sein. Wie die Finanzbranche seit dem Fall der Lehman Brothers insgesamt das in unterschiedlichem Maße im Markt schwelende Vertrauensdefizit reduzieren kann, bleibt ein Rätsel und eine Herausforderung für die gesamte Branche.



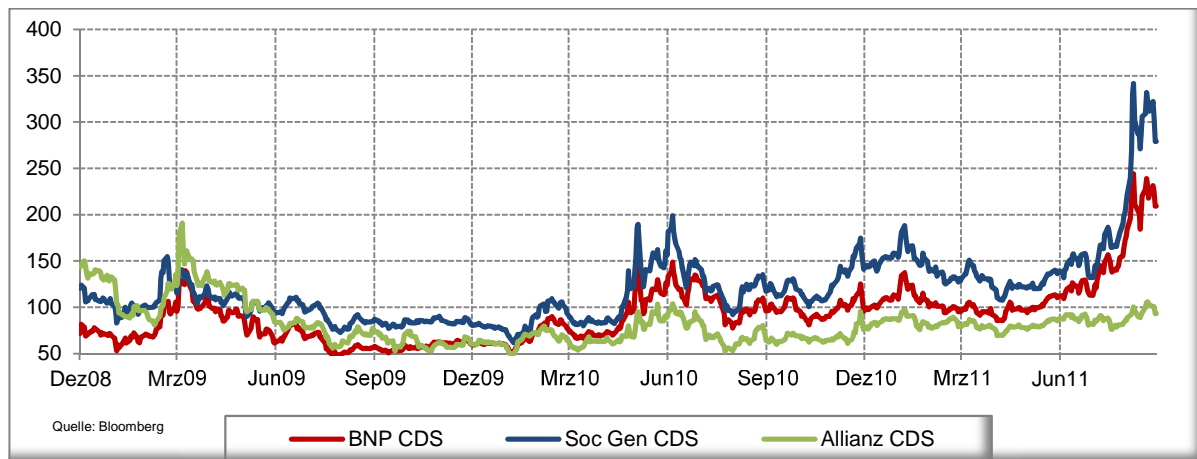
ETHENEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

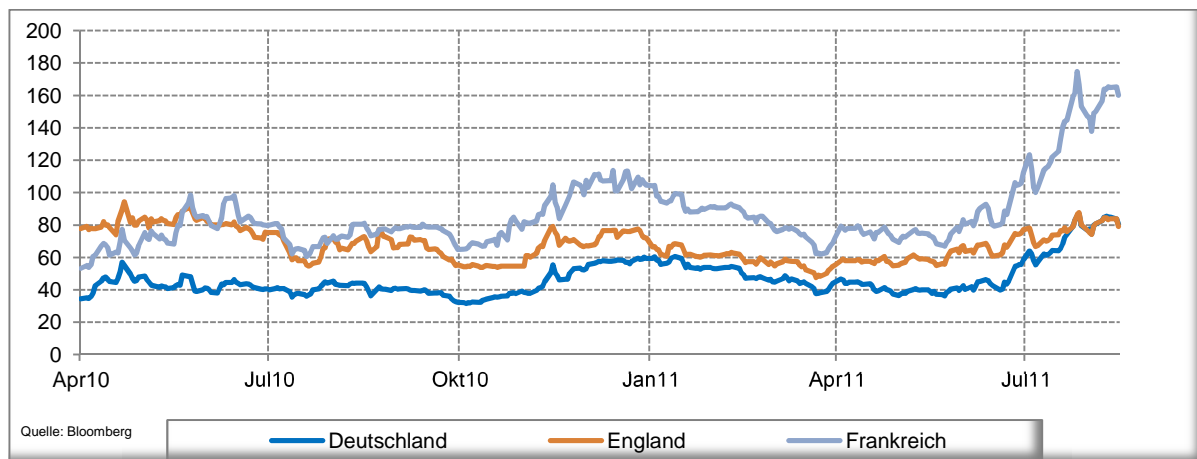




Wie man in den Grafiken 1 und 2 erkennen kann, haben die Kosten für Kreditausfallversicherungen - nicht nur für die „SocGen“ - auf ein Rekordniveau zugenommen. Auch die CDS Prämie der BNP befindet sich auf Rekordniveau, obwohl gute Zahlen für das erste Halbjahr berichtet wurden. Ebenso hat die CDS Prämie der Allianz angezogen. Um diese abstrakten Preise in etwas Verständliches zu übersetzen, kann man sie auch als Ausfallwahrscheinlichkeit ausdrücken: der Markt erwartet mit 25 %-iger Wahrscheinlichkeit, dass es zu einem Zahlungsausfall bei der SocGen kommt, mit 18 % bei der BNP und mit 8 % bei der Allianz. Wir glauben, der Markt übertreibt hier phänomenal. Auch der Anstieg der CDS Prämie für Frankreich auf über 160 erscheint eher aus einer Spekulation, als aus einer Analyse hervorzugehen (siehe Grafik 2). Man muss sich vor Augen halten, dass eine Prämie von 160 einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 12 % entspricht. Das ist eine höhere Prämie und damit eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit, als diejenige, die vom Kapitalmarkt für Länder wie Peru, Südafrika, Kolumbien, Mexiko, Thailand, Malaysia und Chile verlangt wird! Nichts gegen die erwähnten Länder, aber im Fußball würde man sagen, dass sie in einer anderen Liga als Frankreich spielen!



Grafik 1: Verlauf der Prämien der 5-jährigen Kreditausfallversicherungen (CDS)



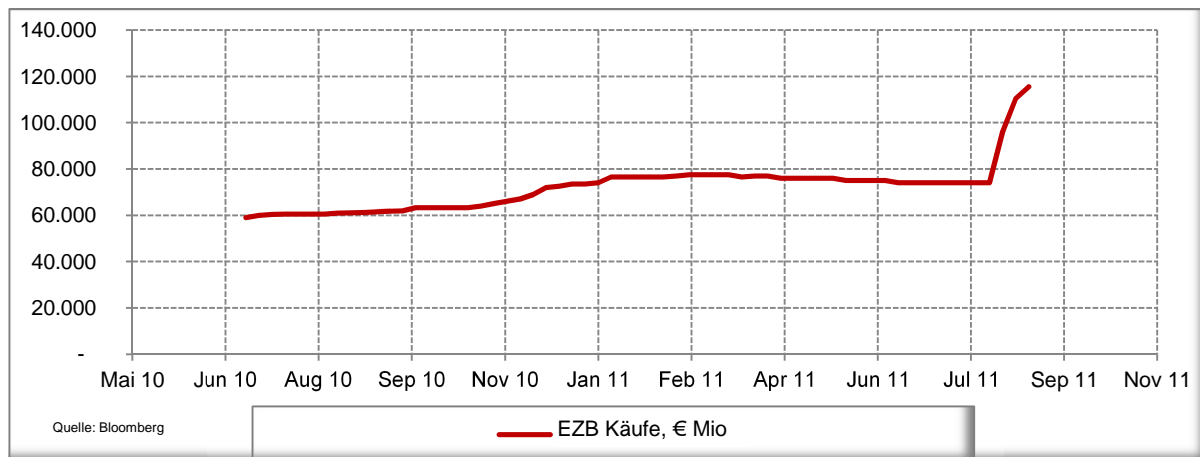
Grafik 2: Verlauf der Prämien der 5-jährigen Kreditausfallversicherungen (CDS)





Letztendlich ist der weitgehend und vor allem weiterhin unregulierte CDS Markt für viele Übertreibungen an den Kapitalmärkten verantwortlich. Obwohl Aufsichtsbehörden und Zentralbanken spätestens seit der Finanzmarktkrise eine Regulierung und Beschränkung dieses eigentlich sinnvollen Instruments der Risikoabsicherung immer wieder fordern, hat sich aufgrund der Lobbyarbeit der Banken wenig bis gar nichts getan. Das Kontrahentenrisiko bleibt, da es sich bei CDS Käufen und Verkäufen immer um Tafelgeschäfte handelt, egal ob auf Einzelnahmen (Single Name CDS) oder Indizes (Itrax oder CDX). Insofern man sich also gegen den Kreditausfall eines bestimmten Schuldners versichert, wäre die Versicherung wertlos, wenn der Versicherungsgeber selbst einen Zahlungsausfall hat. Da sich die Banken untereinander immer wieder gegenseitig absichern, ist das Ansteckungsrisiko bei dem Zahlungsausfall nur einer Bank sehr hoch für den gesamten Sektor und wäre für die Wirtschaft demnach nicht tragbar. Einer neuen Finanzmarktkrise stände dadurch nichts im Wege. Eine Möglichkeit die Ansteckungsgefahr zu verringern, wäre die erzwungene Verlagerung der Geschäfte an eine Börse. Die damit einhergehende größere Transparenz, nicht nur bei den Preisen, sondern auch bei den Positionen, ist scheinbar nicht im Einklang mit dem kurzfristigen Profitdenken der Banken zu bringen. Gelinde gesagt, wäre es sicherlich interessant herauszufinden, welche Institutionen denn letztendlich große Wetten gegen Frankreich und andere Staaten eingegangen sind. Ob es wirklich immer die „bösen“ Hedge Funds sind? Wir wissen es nicht, aber wundern uns über die scheinbare Ignoranz und Untätigkeit der Aufsichtsbehörden.

Auch die Asymmetrie der Mittel verwundert uns. Der erneute Erwerb von Anleihen durch die EZB seit Anfang August 2011 in Höhe von weiteren knapp € 40 Milliarden ist nicht effektiv, wie die Gegenspekulation in den CDS Märkten zeigt (siehe Grafik 3). Der Grund hierfür ist ebenso banal wie einfach. Während die EZB die Kurse von Dutzenden Wertpapieren stützen muss, hat der gemeine Spekulant es hier viel einfacher. Lediglich der Kurs eines „Papiers“ muss beeinflusst werden, der Preis des 5-jährigen CDS Kontrakts. Wir fordern hiermit nicht die Zentralbank auf, ihre Intervention in die CDS Märkte zu verlagern, sondern hoffen auf eine Regulierung dieses Marktes. Die dort verursachte Volatilität dient keinem größeren Zweck, sondern verunsichert Anleger und Unternehmen gleichermaßen.



Grafik 3: Kumulierter Erwerb von europäischen Staatsanleihen durch die EZB

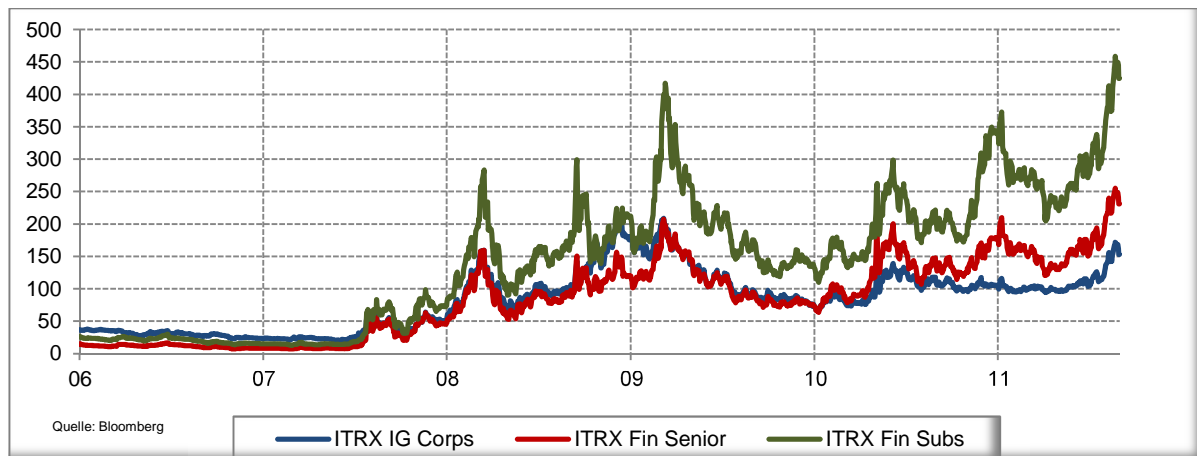
Volatilität ist ein gutes Stichwort bei der rückblickenden Betrachtung der Aktienmärkte. Der Dax verlor im August teilweise fast 30 % an Wert, hatte Tagesschwankungen (!) von knapp 10 %, nur um den Monat wieder





8 % über den Monatstiefstkursen zu schließen. Dass sich Privatanleger in Scharen von diesem Marktsegment verabschieden, ist wohl nachvollziehbar, aber es gibt zumindest auf den ersten Blick keine rationalen Begründungen. Ein (zweiter) Blick auf die CDS Märkte offenbart weitere Irrationalität (siehe Grafik 4). Der Anstieg des Hauptindizes (ITRX IG Corp) auf ein Niveau von 160 Stellen impliziert, dass die Konkurswahrscheinlichkeit für die 125 zugrundeliegenden Industrieunternehmen dreimal so hoch ist, wie sie in den letzten 20 Jahren zu beobachten war! Und das, obwohl die meisten Unternehmen gute solide Ergebnisse berichteten. Auch der Anstieg der CDS Indizes für die Finanztitel, Erst- oder Nachrang, auf Niveaus über dem des Höhepunktes der Finanzmarktkrise, entbehrt jeder rationalen Begründung. Nicht nur das sich Banken zu heutigen Zeiten unbegrenzt bei den Zentralbanken refinanzieren könnten und damit eine Zahlungsunfähigkeit à la Lehman unmöglich geworden ist, der weitaus überwiegende Teil der Branche hat solide Ergebnisse trotz Abschreibungen auf Griechenland-Anleihen berichtet.

Wie unwahrscheinlich heutzutage Bankenpleiten sind, sieht man letztendlich daran, welche Sicherheitsleistungen der Banken von der EZB für Ausleihungen akzeptiert werden! Nicht nur Griechenland-Anleihen, die im Zusammenhang mit dem Wort Sicherheit bei dem einen oder anderen Leser entweder ein Schmunzeln oder Magenschmerzen hervorrufen dürfte, sondern auch kürzlich die Transferrechte an dem Fußballstar Cristiano Ronaldo. Da Real Madrid einen Großteil der gigantischen Transfersumme von gemunkelten € 94 Millionen auf Kredit bei den spanischen Sparkassen finanziert hat, traf es sich nun so, dass eben diese Sparkassen Herrn Ronaldo als Sicherheit gegen Refinanzierung hinterlegt haben! Das ist nun mal eine echte Lockerung der Geldpolitik.



Grafik 4: Historischer Verlauf der Itraxx Indizes, IG Corps oder auch Main, Erstrangfinanzanleihen und Nachrangfinanzanleihen

Aber lassen wir den Sommer, der keiner war, nun hinter uns, und hoffen ein wenig auf die Vernunft der Marktteilnehmer. Speziell unsere französischen Nachbarn, die nicht mit einem unerheblichen Teil an Patriotismus ausgestattet sind, haben doch bestimmt kollektives Magengrimmen bei den eben beschriebenen Verhältnissen.

Anstatt die Verhältnisse wieder nur zu beschreiben, ist es doch besser, sich einfach den Daten direkt zuzuwenden. Grafik 5 zeigt im Vergleich unterschiedliche Aspekte der Staatsfinanzen. Aber auch hier bleibt es nicht aus, dass man die Stirn runzeln muss, angesichts der Irrationalität der Märkte.





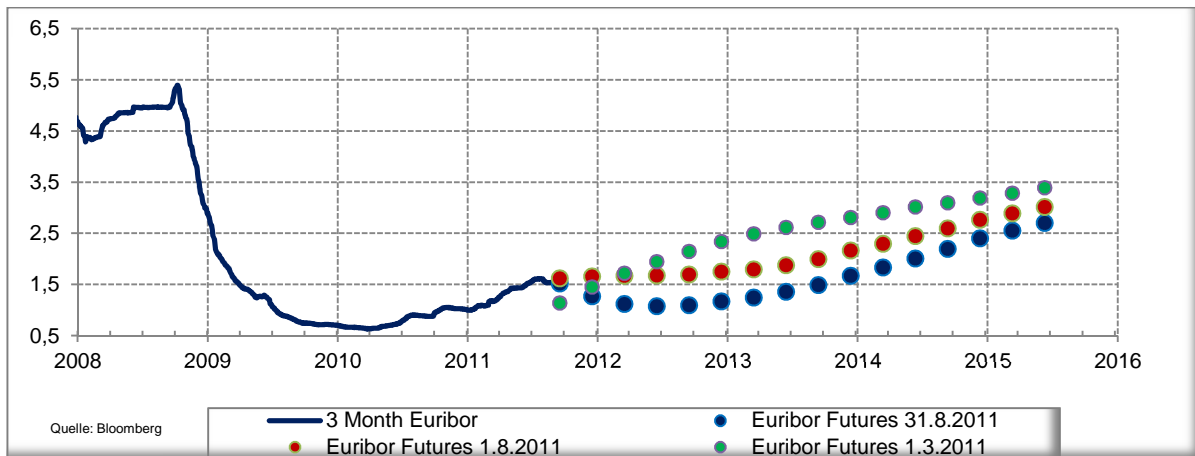
Land	Schulden (USD, Mio)	CDS 5 Jhr	S&P	Moody	Fitch	Zins	Schulden % BIP	Budget % BIP	BIP Jahresrate
Australia	215,572	68.74	AAAu	Aaa	AA+	4.85	22.40	-5.89	1.00
Austria	275,425	113.06	AAA	Aaa	AAA	1.51	70.40	-4.60	3.70
Belgium	457,887	227.74	AA+u	Aa1	AA+	1.51	98.60	-4.10	2.50
Canada	646,974		AAA	Aaa	AAA	1.15	84.00	-5.50	-0.40
Denmark	163,984	98.46	AAA	Aaa	AAA	1.52	46.60	-2.70	2.00
Finland	107,730	64.54	AAA	Aaa	AAA	1.51	45.40	-2.50	4.90
France	1,876,080	152.99	AAAu	Aaa	AAA	1.51	83.50	-7.00	1.60
Germany	1,775,674	75.25	AAAu	Aaa	AAA	1.51	78.80	-3.30	2.70
Greece	476,847	2232.91	CC	Ca	CCC	1.51	144.00	-10.50	-5.50
Hong Kong	95,617	83.00	AAA	Aa1	AA+	0.28	18.20	4.94	5.10
Iceland	18,506	260.92	BBB-	Baa3	BB+	4.00	123.80	-7.79	3.50
Ireland	161,084	768.22	BBB+	Ba1	BBB+	1.51	94.20	-32.40	0.10
Italy	2,293,065	360.63	A+u	Aa2 *-	AA-	1.51	118.10	-4.60	0.80
Japan	11,913,331	103.65	AA-u	--	AA	0.34	225.80	-8.14	-1.00
Netherlands	434,318	77.50	AAAu	--	--	1.51	64.60	-5.40	1.50
New Zealand	56,872	80.23	AA+	Aaa	AA+	2.92	25.50	3.08	1.40
Norway	82,039	43.64	AAA	Aaa	AAA	3.14	47.70	10.52	4.80
Portugal	222,336	913.59	BBB-	Ba2	BBB- *-	1.51	83.20	-9.10	-0.90
Singapore	135,665		AAAu	--	AAA	0.35	102.40	1.67	0.90
Spain	919,652	357.16	AA	Aa2 *-	AA+	1.51	63.40	-9.20	0.70
Sweden	153,035	52.31	AAA	Aaa	AAA	2.52	40.80	0.00	5.30
Switzerland	117,321	57.91	AAAu	--	AAA		38.20	1.31	2.30
United Kingdom	1,751,910	74.50	AAAu	Aaa	AAA	0.89	76.50	-10.40	0.70
United States	9,588,155	50.21	AA+u	--	AAA	0.33	58.90	-8.40	2.40

Grafik 5: Verschiedene Kennzahlen und Daten ausgewählter Länder

Während für die Niederlande im Vergleich zu Spaniens Schuldenstand lediglich 77 Punkte im CDS verlangt werden, schlägt Spanien mit stolzen 357 Punkten zu Buche. Dass für einen Kreditausfalls Italiens 50 % mehr Prämie verlangt werden als für Island stimmt nachdenklich. Viele andere Vergleiche sind möglich, aber wir überlassen es unserem Leser, die für ihn interessantesten Vergleiche zu tätigen.

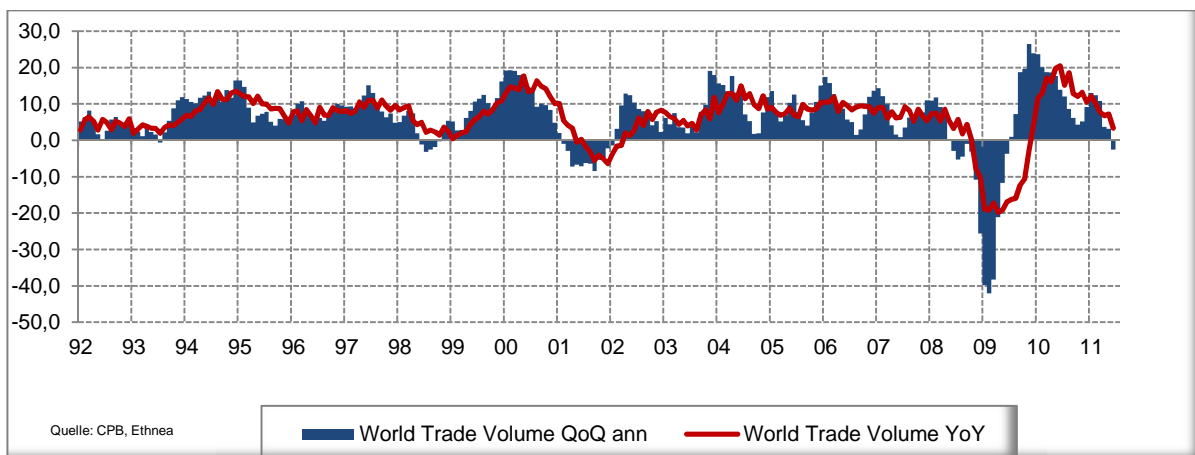
Selektive Myopie. In Grafik 6 wird nochmals hervorgehoben, wie sich die Zinserwartungen im Markt radikal innerhalb kurzer Zeit gewandelt haben. Während im Frühjahr noch viele Zinserhöhungen der EZB erwartet wurden (grüne Punkte), hat sich 5 Monate später Anfang August (rote Punkte), und noch deutlicher vor wenigen Tagen (blaue Punkte), das Bild gewandelt. Während wir bereits die ersten Zinserhöhungen der EZB als unsinnig empfanden, aufgrund der für uns sehr temporären Natur der Inflation, und dementsprechend unsere Fonds über Euribor-Kontrakte positioniert haben, erwartet der Markt nun, dass die zwei Zinsschritte der EZB als konjunkturelle Maßnahme wieder zurückgenommen werden. Auch wir erwarten die Rücknahme der Zinserhöhungen bis Mitte 2012.





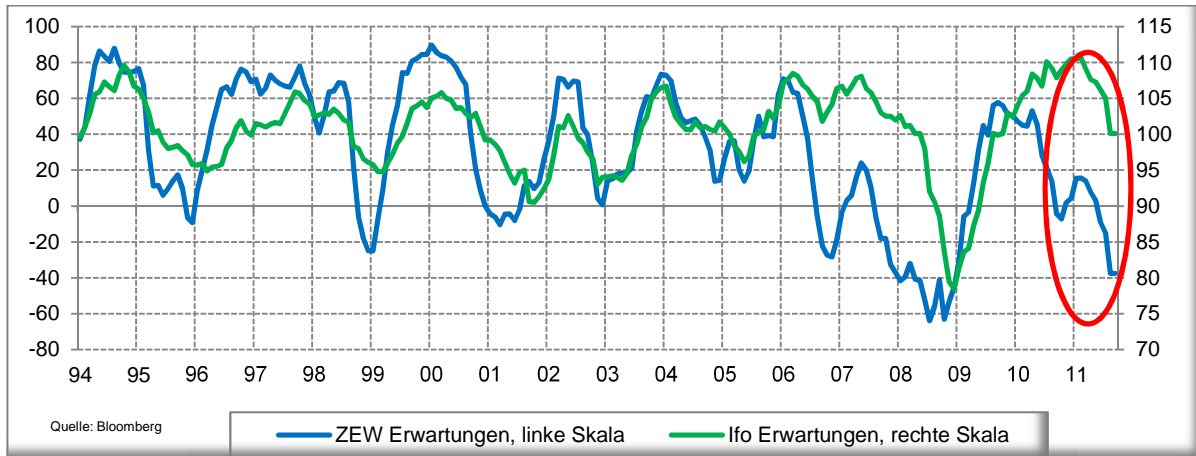
Grafik 6: Verlauf des 3-Monats-Zins und die zu unterschiedlichen Zeitpunkten implizierten Zinssätze

Der Welthandel (Grafik 7) zeigt einen leichten Rückgang in der Quartalswachstumsrate, was zumindest auf eine leichte Abschwächung der Weltwirtschaft hindeutet. Allerdings relativiert sich diese Aussage bei genauerer Beobachtung. Es scheint einen saisonalen Rücklauf im Welthandel während der Sommermonate zu geben. Man muss also weitere Daten abwarten, bevor man wirklich Rückschlüsse ziehen kann.

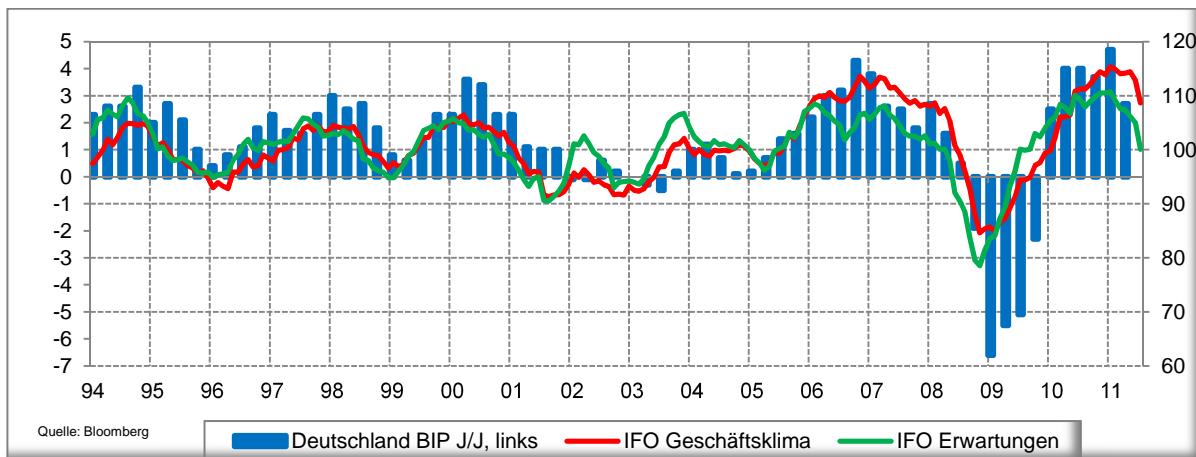


Grafik 7: Wachstumsraten des Welthandels

Andere Frühindikatoren für Deutschland sind die Erwartungsindizes des ZEW und des IFO (siehe Grafik 8). In dieser Grafik kann man auch erkennen, dass der ZEW Index nicht nur volatiler ist, sondern auch die Richtung des IFO Index mit einigen Monaten Vorlauf prognostiziert. Falls dieser Zusammenhang weiter Bestand hat, würde der IFO Index noch signifikant unter 90 fallen. Da der IFO Index wiederum prognostische Fähigkeiten für das deutsche BIP hat (siehe Grafik 9), würde ein Index von 90 und darunter einen signifikanten Rückgang des Wirtschaftswachstums implizieren.



Grafik 8: ZEW und IFO Erwartungsindizes

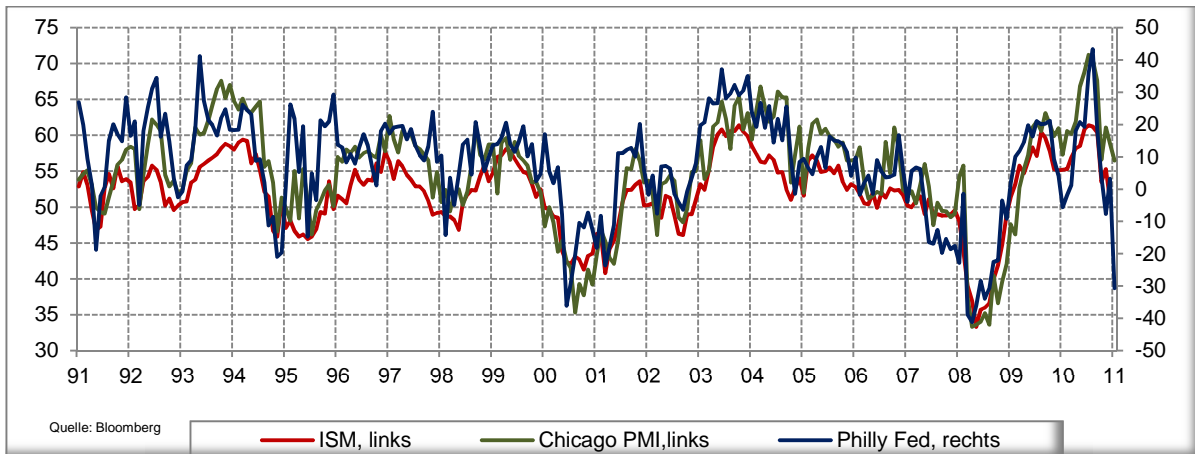


Grafik 9: Deutsches BIP Wachstum mit IFO Indizes

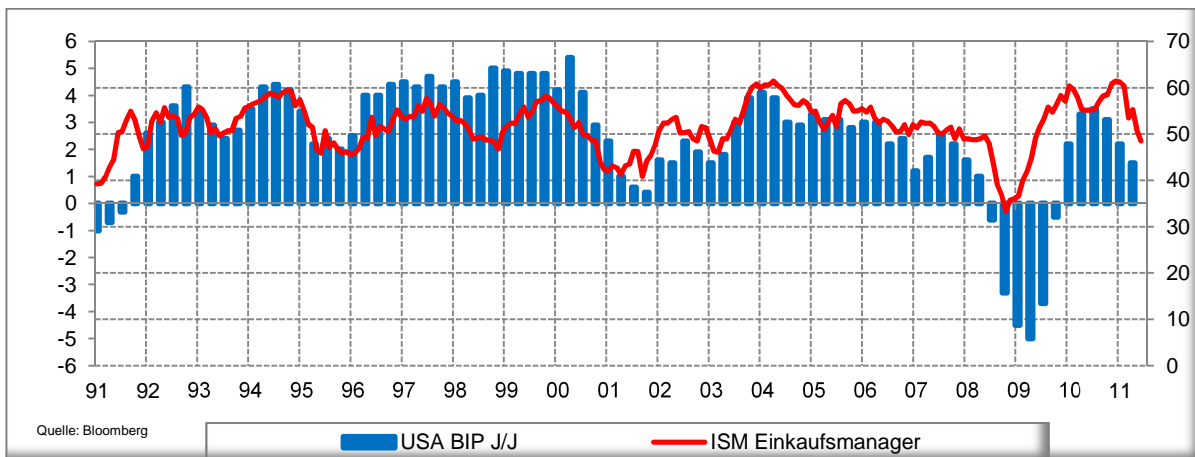
Die USA, welche relevanter für die globale Wirtschaft als Deutschland sind, haben, wie der geneigte Leser vermuten wird, auch eine Reihe von Frühindikatoren. In Grafik 10 haben wir drei von ihnen ausgewählt und auch hier fällt auf, dass der sogenannte Philly Fed Index, der 14 Tage vor den Einkaufsmanager Indizes (ISM, und Chicago PMI) bekannt gegeben wird, einen circa 6-monatigen Vorlauf vor den wichtigeren Einkaufsmanager Indizes hat. Diese wiederum haben Vorhersagekraft für die Entwicklung der US-amerikanischen Volkswirtschaft (Grafik 11). Falls auch hier der historische Zusammenhang hält, wäre eine signifikante Abschwächung des US-Aufschwungs durchaus wahrscheinlich. Die jetzt kürzlich veröffentlichten harten Daten, wie Industrieauftragseingänge und ähnliches, deuten zumindest in der näheren Zukunft eher auf eine Fortsetzung des Aufschwungs hin.

Auch hier wieder, selektive Myopie, da scheinbar die Mehrzahl der Marktteilnehmer komplett alle positiven Wirtschaftsdaten ausblendet und sich stattdessen, wie die Lemminge, in den Abgrund der Rezessionsängste stürzt. Durch dieses kollektive Fehlverhalten kommen extreme Marktbewegungen, wie im August beobachtet, zustande. Die bereits angesprochenen CDS-Instrumente, die ihrem Ursprungsgedanken in der Risikoabsicherung haben, werden völlig entfremdet als Spekulationsinstrumente eingesetzt und befinden sich

im komplett unregulierten Raum. Hier nach der Politik bzw. den Aufsichtsbehörden zu rufen, sollte nicht ungehört bleiben. Die Folgen dieses ungebremsen und unreguliert wachsenden Marktsegments spüren wir heute mehr denn je, als Verschuldungsproblematik der Staaten. Es mutet schon etwas befremdlich an, dass genau die Marktkräfte, die heute massiven Lobbyismus gegen eine Regulierung der CDS betreiben, eben solche sind, die über staatliche Hilfen vor dem kompletten Kollaps gerettet wurden und damit die Ursache der Verschuldung sind, die von ihnen selbst wiederum angeprangert wird! Selektive Myopie.



Grafik 10: Ausgewählte Frühindikatoren für die USA



Grafik 11: USA BIP Wachstum zusammen mit dem ISM Index



	Currency								
	TW €	€/\$	€/CHF	€/£	€/JPY	€/AUD	€/NOK	€/CAD	€/TRY
Last	95.76	1.441	1.15871	0.88537	110.27	1.3453	7.7087	1.40788	2.4685
-1M	0.7%	0.2%	2.3%	1.2%	-0.7%	2.8%	-0.7%	2.4%	1.1%
-1Y	4.2%	13.6%	-10.2%	7.0%	3.3%	-5.7%	-3.6%	4.0%	27.4%

	Germany Gvmt				ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.72	1.311	2.219	150	153	582	231	425
-1M	-44	-41	-32	12	37	197	54	115
-1Y	13	11	10	-3	35	85	84	203

	Yield pick-up to German 10y Gvmt										
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	0	38	-119	70	64	40	230	283	816	1559	641
-1M	26	32	-146	69	59	41	269	354	831	1229	832
-1Y	35	72	-115	35	42	18	123	193	333	923	356

	Equities					
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	5784.85	11613.53	2302.08	3256.76	5394.53	8955.2
-1M	-19.2%	-4.4%	-13.8%	-11.3%	-7.2%	-8.9%
-1Y	-2.4%	16.0%	-12.2%	-6.7%	3.2%	1.5%

Grafik 12: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr

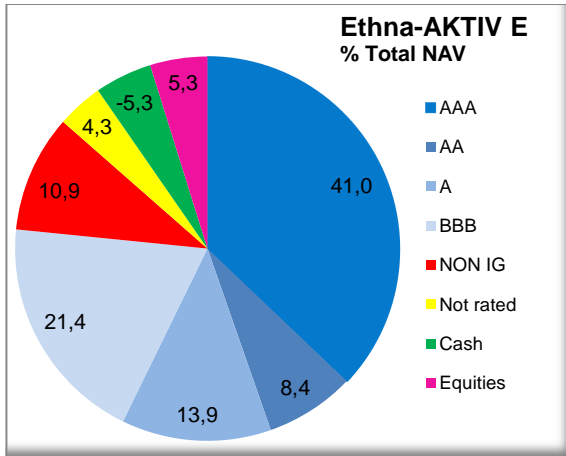
Grafik 12 zeigt die Monats- und Jahresveränderungen unterschiedlicher Marktparameter. Obwohl wir bereits für den Juli große Bewegungen feststellen konnten, haben diese sich nicht nur im August fortgesetzt, sondern sind in vielen Fällen noch größer geworden. Der Monatsverlust des DAX Index von fast 20 % gibt nur unvollständig die tatsächlichen Bewegungen wider. Ähnliches lässt sich für den Wechselkurs des Schweizer Franken gegenüber dem Euro feststellen. Die ausgewiesenen 2.3 % Wertgewinn des Euro im Monatsvergleich reflektieren noch nicht einmal ansatzweise die Volatilität! Nachdem der August bei einem Wechselkurs von 1.13 begann, wurde am absoluten Tiefpunkt gerade einmal 1.007 Franken für einen Euro verlangt, nur um dann wegen Interventionen der Schweizer Nationalbank auf 1.19 zu steigen, um den Monat mit eben 1.16 abzuschließen. Solch große Bewegungen finden normalerweise im Verlauf von Jahren statt und nicht innerhalb eines Monats!

Dass ein derart volatiler Monat leider auch Volatilität in die Ethna Funds bringt, versteht sich fast von selbst. Trotz einer weiteren Reduzierung der Aktienquoten auf 5.3 % im Ethna-AKTIV E, auf 1.5 % im Ethna-GLOBAL Defensiv und 31 % im Ethna-GLOBAL Dynamisch hat die Performance in allen drei Fonds gelitten. Nicht existente Liquidität gepaart mit hoher Volatilität hat in der Momentaufnahme Spuren hinterlassen. Allerdings hat sich die frühzeitige Positionierung in risikoarme Papiere wie der EFSF, Europäischen Investitionsbank und der Europäischen Union in großem Umfang ausgezahlt. Durch die Kombination mit höherverzinslichen, aber auch volatileren Hybridanleihen, lassen sich bei der Portfoliobetrachtung noch attraktive Verzinsungen erzielen. Im Ethna-AKTIV E haben wir eine durchschnittliche Verzinsung von 5.47 % mit einer Duration von 5.42 und einem durchschnittlichen Rating von „A“. Der Ethna-GLOBAL Defensiv

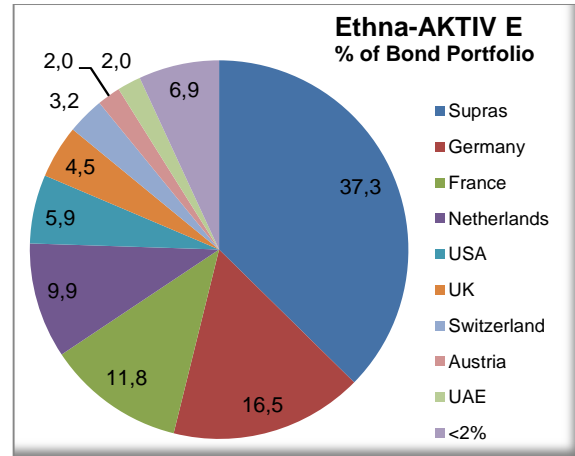




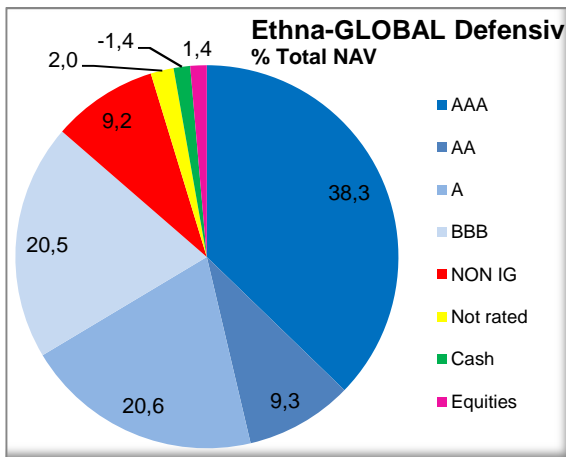
kommt auf eine Rendite von 5.62 und einer Duration von 5.05 bei einem Rating zwischen „A+“ und „A“. Im Ethna-GLOBAL Dynamisch ist eine Rendite von 7.40 bei einer Duration von 5.88 und einem Rating zwischen „BBB+“ und „BBB“ zu berichten.



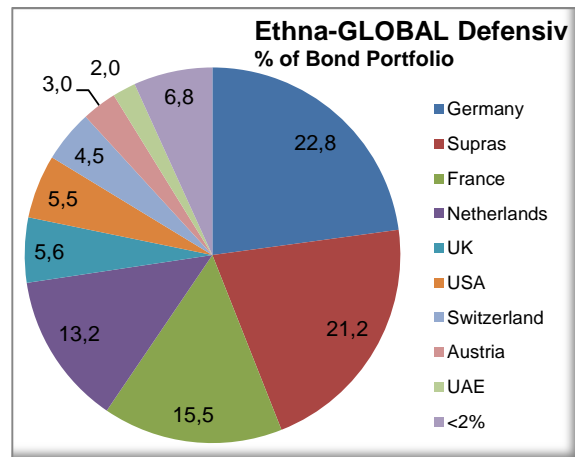
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenrating



Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenherkunft

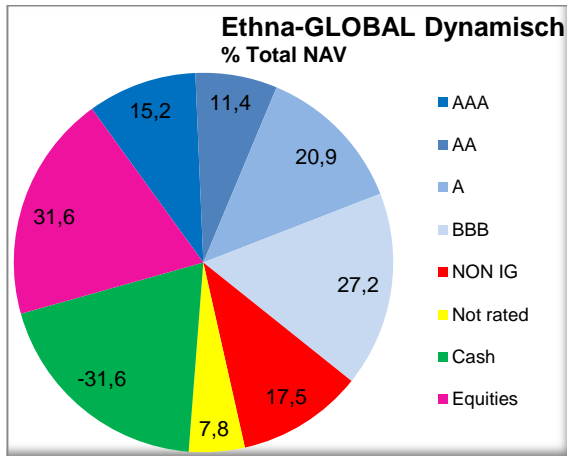


Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenrating

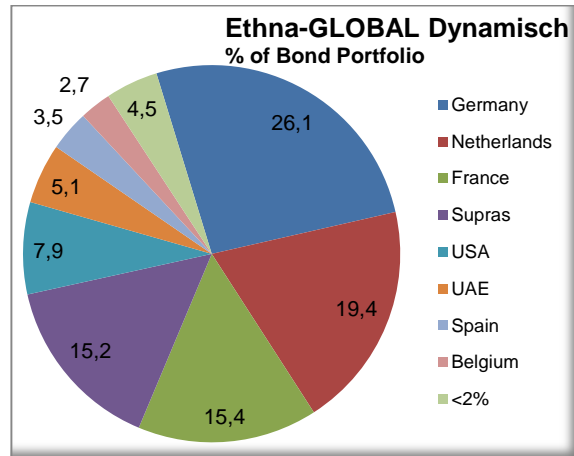


Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenherkunft

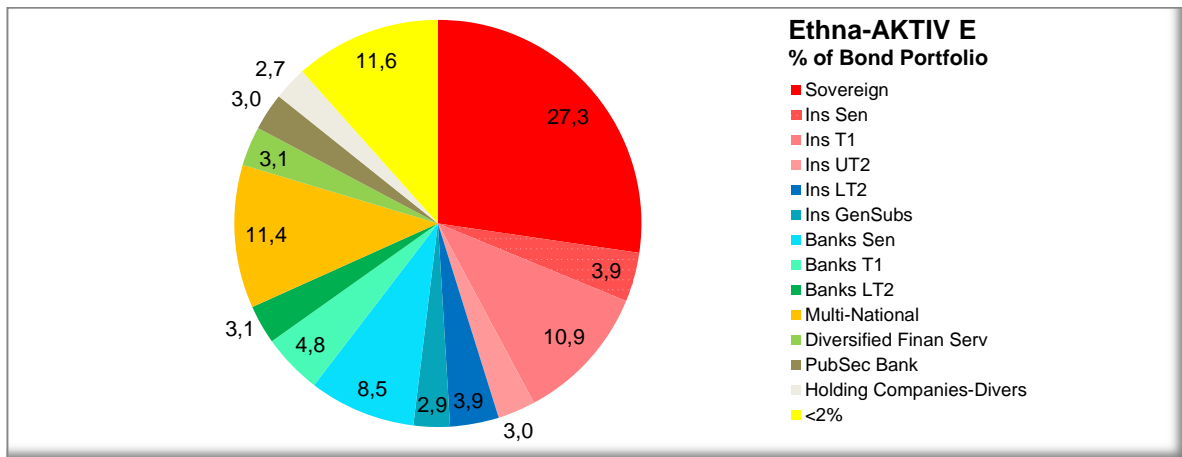




Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenrating



Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft



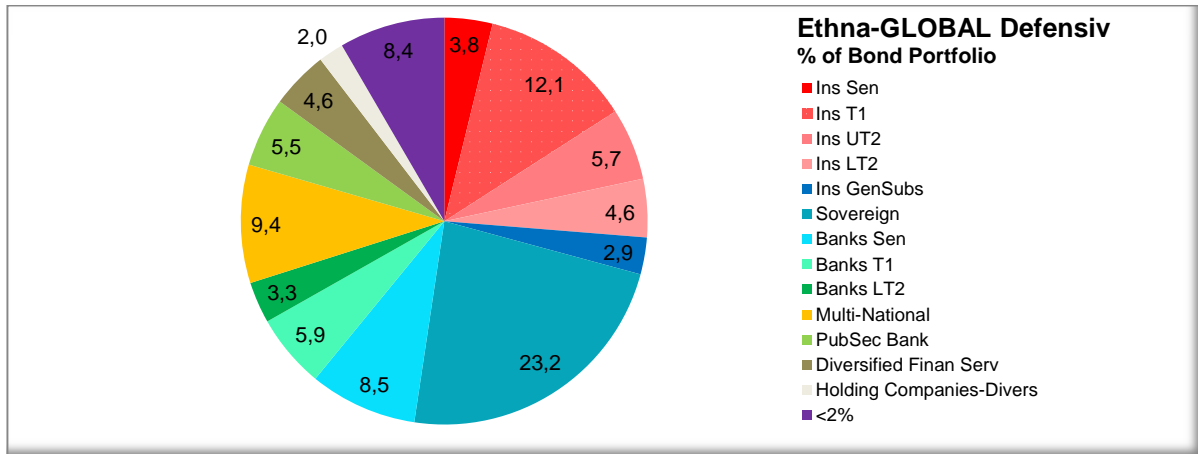
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche



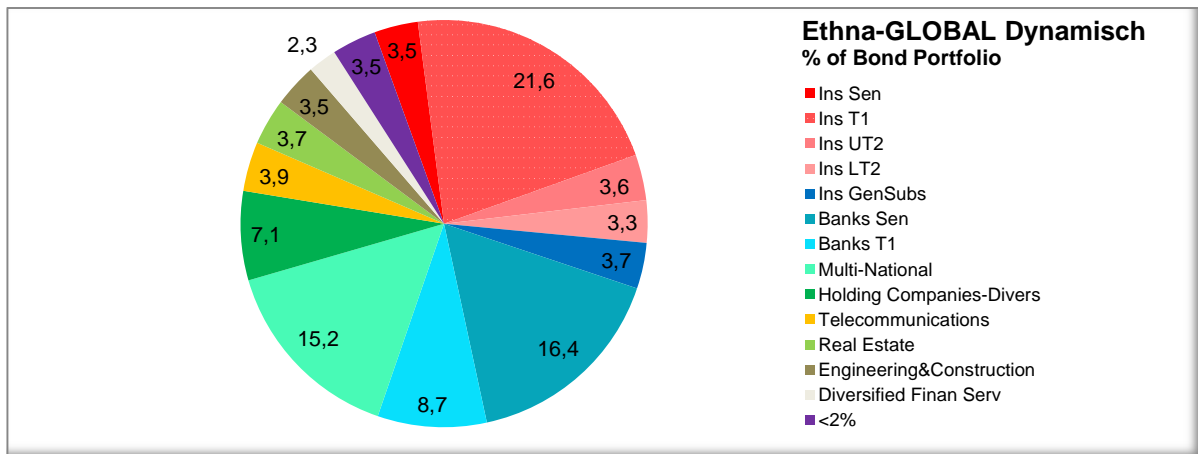
ETHENEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

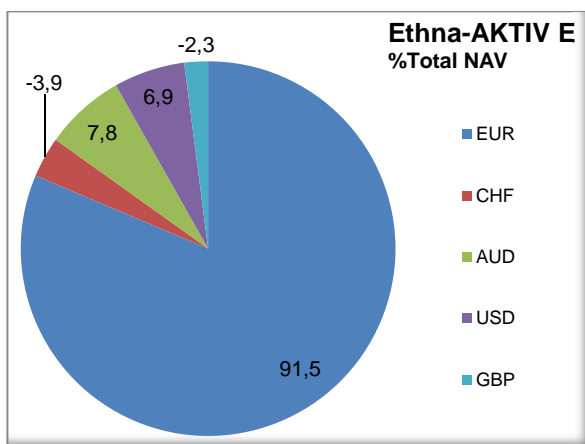




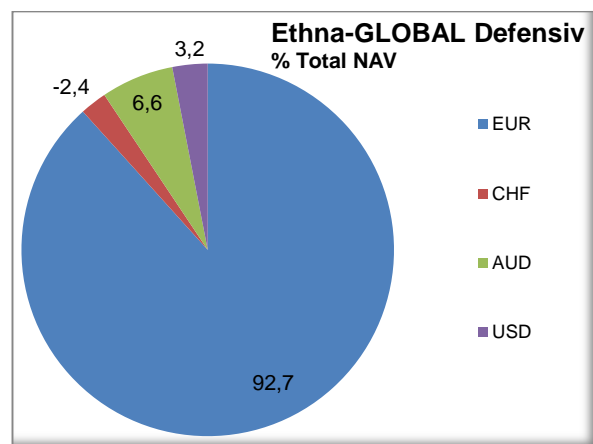
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche



Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenbranche



Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen



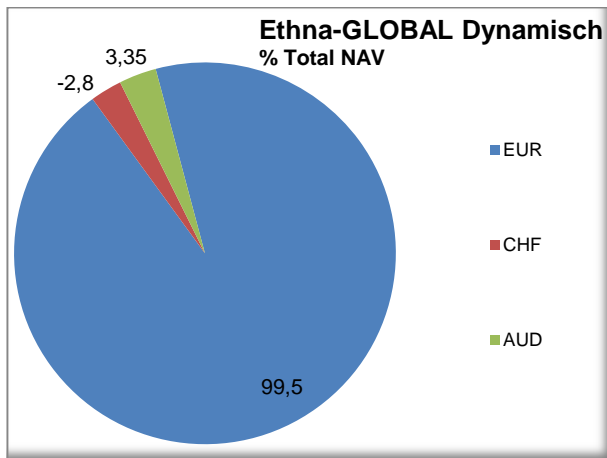
Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen



ETHENA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★





Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Währungen

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

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 Anteilserwerb 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. Munsbach, 31.08.2011.



ETHENEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

