



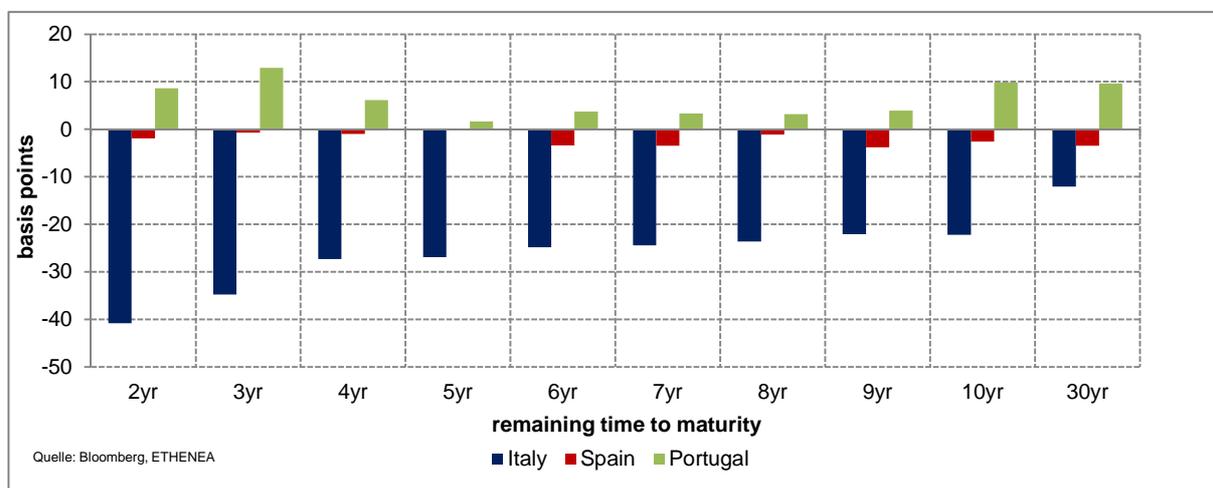
MONATSBERICHT FEBRUAR 2012:

„O tempora, o mores!“ („O was für Zeiten, o was für Sitten!“)

„Private Sector Involvement“ (PSI) und „Longer-Term Refinancing Operations“ (LTRO) – diese beiden Themen dominierten die europäischen Kapitalmärkte in den letzten Wochen und werden auch Top-Themen bleiben. Während die zweite LTRO der EZB am 29. Februar zu einem mehr oder minder guten Ergebnis führte, kann man dies vom griechischen PSI bislang nicht behaupten.

Die LTRO-Zuteilung lag mit €529.5 Milliarden ziemlich im Mittelfeld der weit gestreuten Vorab-Schätzungen und sehr nahe an der vorherigen Zuteilung von €490 Milliarden. Der Nettoeffekt der Zusatzliquidität hingegen lag mit €313 Milliarden signifikant höher als bei der ersten LTRO, wo circa €100 Milliarden weniger Liquidität netto in den Markt gespült wurden. Allerdings waren bei diesem Tender, trotz der vorherigen Proteste der Bundesbank, die Sicherheitsanforderungen an die Darlehensbesicherung gesenkt worden. Kapitalmarktteilnehmer fanden dann auch gleich einen griffigen Ausdruck mit „Cash for Trash“, also „Bargeld für Schrott“, der dieses Prozedere beschrieb. Dass 800 Banken am Tender teilgenommen haben, zeigt aber andererseits den Erfolg dieser europäischen Variante des „Quantitative Easing“. Bei aller Euphorie sollte stets in Erinnerung bleiben, dass die letzten beiden LTRO keine Problemlösung darstellen, sondern lediglich den Regierungen der Problemregionen in der Eurozone Zeit verschaffen, ihre wirtschaftlichen Strukturen so zu verändern, dass sie auch ohne gehörigen Stimulus wettbewerbsfähig werden. Ob dies gelingt, ist alles andere als klar und sicher.

Auch der Effekt der LTRO war bisher eher durchwachsen. Grafik 1 zeigt die Veränderung in Basispunkten der Renditen verschiedener Staatsanleihen von Italien, Spanien und Portugal zwischen dem 29. Februar und 5. März. Während italienische Renditen durchweg sanken, war der Effekt für Spanien bisher minimal und die Entwicklung in Portugal sogar rückläufig. Der Markt differenziert scheinbar doch stärker als von uns erwartet zwischen den „Club Med“-Staaten. Allerdings stellen diese Betrachtungen auch immer nur Momentaufnahmen dar, und die Überlagerung des LTRO-Effektes durch andere wichtige Entwicklungen verzerrt das Bild.



Grafik 1: Veränderungen der Renditen der jeweiligen Staatsanleihen im Zeitraum vom 29. Februar bis 5. März 2012 in Basispunkten

Ob die LTRO letztendlich auch die gewünschten konjunkturellen Effekte haben wird, vor allem bei den geringen Kreditvergaben in der Eurozone im Allgemeinen (siehe Grafik 2) und in den „Club Med“-Ländern im Speziellen



ETHENEA Independent Investors

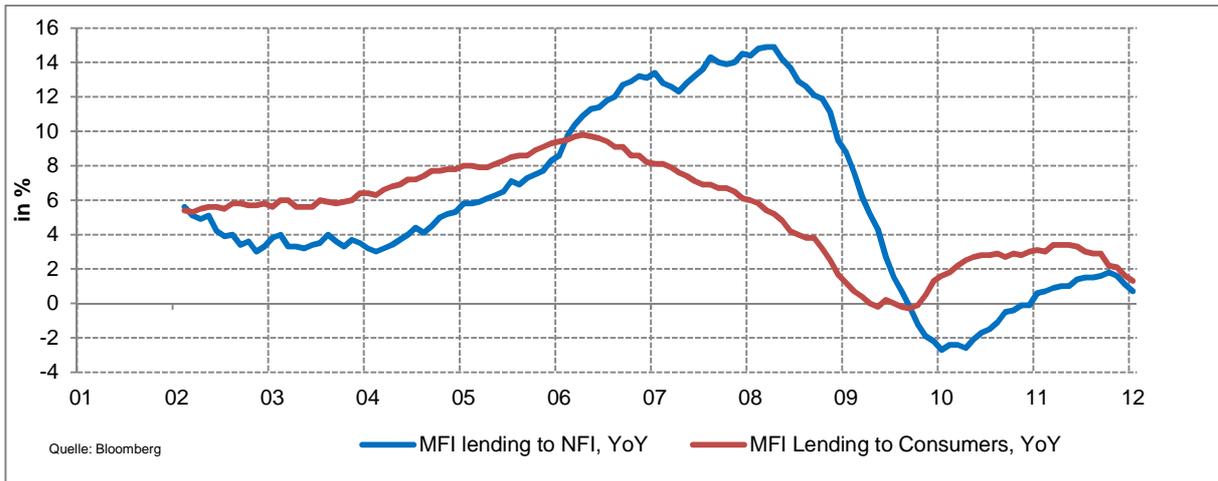
Morningstar Rating: ★★★★★



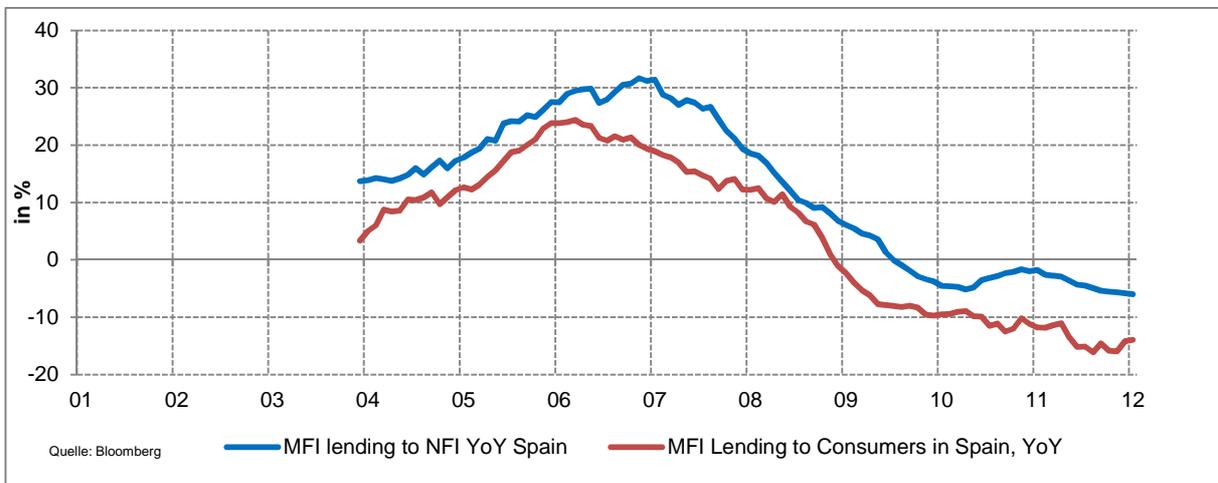


(siehe Grafik 3), wird abzuwarten sein. Die derzeit aktuellsten Daten stammen von Ende Januar 2012. Bisher lässt sich kein Effekt der ersten LTRO ablesen, aber dort war auch die Partizipation der Problemstaaten nicht so hoch wie in der zweiten LTRO, da nicht genügend Aktiva für die Darlehensbesicherungen verfügbar waren.

Bereits der letzte Monatsbericht enthielt die folgenden Grafiken, die wir nun aktualisiert haben.



Grafik 2: Veränderungen der Kreditvergabe von Banken an Unternehmen (blau) und an Konsumenten (rot) in der Eurozone in Prozent



Grafik 3: Veränderungen der Kreditvergabe von Banken an Unternehmen (blau) und an Konsumenten (rot) in Spanien in Prozent





Das zweite große Thema an den Kapitalmärkten neben der LTRO ist sicherlich der Versuch, eine „freiwillige“ Umschuldung Griechenlands zu erreichen. Nicht wenige Privatanleger haben den Äußerungen deutscher Politiker, die mit Überzeugung behaupteten „Griechenland geht nicht pleite!“ Vertrauen geschenkt und dadurch Schiffbruch erlitten.

Durch den Vorabtausch der von der Europäischen Zentralbank gehaltenen Schuldtitel Griechenlands in andere, nicht am Schuldenschnitt teilnehmende Wertpapiere, ist zur Zeit zumindest die Teilnahme des Öffentlichen Sektors vom Tisch. Dass das griechische Parlament die Anleihebedingungen zwischenzeitlich und im Nachhinein noch um sogenannte CAC (Collective Action Clauses) erweitert hat, also den möglichen Zwangsumtausch für unwillige Investoren (wie den Autor), macht die Sache nicht wirklich „freiwilliger“, sondern kommt stattdessen einer Enteignung nahe, auch wenn die ISDA dies bisher anders zu sehen scheint. „Pech gehabt“ könnte man nun sagen. Schließlich ist man anscheinend selbst schuld, den Aussagen von Berufspolitikern länger als bis zur nächsten Talk-Show Glauben zu schenken. Wie dem auch sei - Verluste zu erleiden gehört nun mal zum Alltag bei Investitionen. Was hingegen die Verhandlungsparteien „geritten“ hat, einen dermaßen „verwurschtelten“ Umtausch vorzuschlagen, entzieht sich völlig meinem Verständnis. Die wenigen unserer Leser, die möglicherweise den Prozess nur als Zuschauer verfolgen, sollten die nachfolgende Schilderung als humoristische Einlage interpretieren, die Leidensgenossen hingegen werden mein Unverständnis möglicherweise teilen. („Leidensgenossen“ deshalb, weil auch der Autor **privat** in Griechenland-Bonds investiert ist.)

Am Abend des 29. Februar fand der Autor, nicht ganz unerwartet, ein Schreiben der depotführenden Bank in seinem Briefkasten, in dem er darüber informiert wurde, dass er bitte bis zum 6. März der Bank schriftlich seine Wahl mitzuteilen habe, was er denn mit seinen Griechenland-Anleihen zu tun gedenke. Es wurde explizit darauf hingewiesen, dass die Entscheidung bei der Bank am 6. März vorliegen müsse, was bei Berücksichtigung des Postweges einen Versand bis spätestens 3. März erforderlich machte. Nun ja, dachte sich der Autor, das sind ja immerhin volle zwei Tage, die er zur Entscheidungsfindung hat. Ein weiteres Studium des Dokuments brachte dann allerdings zum Vorschein, dass jeder mehr oder weniger stolze Besitzer einer Griechenland-Anleihe sich nach dem erfolgten Tausch als Besitzer von nicht weniger als 24 (!) einzelnen Wertpapieren wiederfinden wird, jeweils mit separaten Wertpapierkennnummern.

- 31,5% gehen in 20 neue Anleihen Griechenlands mit Laufzeiten zwischen zehn und 30 Jahren
- 7,5% gehen in eine EFSF-Anleihe mit einem Jahr Laufzeit (PSI Payment Note I)
- 7,5% gehen in eine EFSF-Anleihe mit zwei Jahren Laufzeit (PSI Payment Note II)
- Für die aufgelaufenen Zinsen erhält man einen 6M-Zero-Coupon-Bond der EFSF (Accrued Interest Note)
- Als Bonus gibt es eine Art Option, mit welcher man, je nach Wirtschaftsentwicklung in Griechenland, ab dem Jahr 2015 für 31,5% der ursprünglichen Nominalforderung maximal bis zu 1% Extra-Zins herauschlagen kann (GDP-linked Securities)

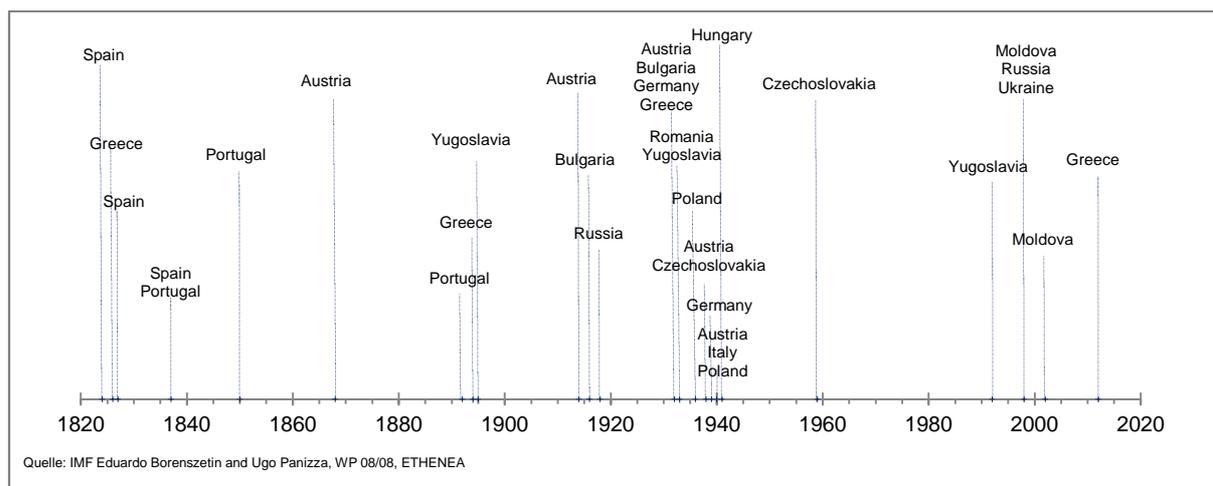
Wenn man nun einmal davon ausgeht, dass der Privatinvestor, trotz aller Blauäugigkeit, wusste, dass Griechenland-Anleihen eben keine ganz sichere Anlage sind, sondern in die Kategorie „Spekulation“ gehören, dann hat der Investor eben nur einen Teil seiner Ersparnisse dort platziert. Geht man von einem Beispielinvestment von €10.000 in Griechenland-Bonds aus, ergibt sich folgende Rechnung: Aus €10.000 nominal werden durch den Umtausch circa €1.500 EFSF-Anleihen, bei denen man von einem Preis in der Nähe von 100 ausgehen kann. Die Accrued Interest Notes sind auch recht sicher, aber das Problem taucht spätestens bei den 20 Anleihen mit Laufzeiten von zehn bis 30 Jahren auf, die sich auf nominal €3.150 aufteilen. Das bedeutet,





dass jede Anleihe im Durchschnitt einen Nominalbetrag von €157,50 repräsentiert, aber da die Preiserwartung für nicht marktgerecht verzinsten Griechenland-Bonds eher bei 20,00 liegen dürfte, hat jede Anleihe einen Marktwert von immerhin fast €30! Falls man nun aus unerfindlichen Gründen dem griechischen Staat nicht mehr Geld für zehn bis 30 Jahre anvertrauen möchte, sieht man sich dem Dilemma ausgesetzt, dass sich die Transaktionskosten bei den meisten für einen Verkauf auf mindestens €20 pro Ticket belaufen! Der Verkaufserlös würde damit mal gerade so die Kosten für den Verkauf decken. Und das bei ursprünglich €10.000 Anlagesumme! Nachdem der Taschenrechner dem Autor diese Einsicht vermittelt hatte, wandte er sich dem weiteren Schreiben zu, wo ohne Haftung der Bank auf eine Internetseite www.greekbonds.gr verwiesen wurde, auf der nähere Informationen zum Angebot zur Verfügung gestellt werden. Leider nur auf Griechisch oder Englisch. In letzterer Sprache verfügt der Autor über solide Kenntnisse, aber nach dem Durchklicken durch sechs Menüs erreicht man schließlich die Seite der Erleuchtung, wo ein 167-seitiges in bestem Queens-English verfasstes juristisches Dokument einen zum Studium einlädt. Obwohl der Autor über Fachkenntnisse bezüglich Anleihen verfügt, war er schnell überfordert und hat sich wahrscheinlich der großen Masse der Privatanleger angeschlossen, die einfach untätig geblieben ist in der stillen und wohl auch unwahrscheinlichen Hoffnung, dass sich jemand ihrer erbarmt und eine andere Lösung als den vorgeschlagenen Umtausch für Privatinvestoren ersinnt. Ansonsten dürfte der Abschreibungsbedarf nicht bei den allseits publizierten „ein bisschen über 50%“ liegen, sondern eher bei 85%.

Nach diesem kleinen „Ausflug“ ins Privatleben des Autors widmet sich dieser wieder seinem eigentlichen Auftrag, nämlich die uns anvertrauten Gelder sicher anzulegen und wenn möglich zu mehren. Unter dem Eindruck der Griechenland-Pleite, die ja keine ist, haben wir uns etwas näher dem Thema Staatspleiten gewidmet. Grafik 4 zeigt eindrucksvoll, dass Staatspleiten offenbar gar nicht so selten sind. Allein in Europa gab es in den letzten 200 Jahren 35 Staatspleiten, Mehrfachtäter eingeschlossen. Bei globaler Betrachtung erhöht sich diese Zahl auf über 160! Bedenkt man nun, dass es keine einheitlichen Regeln gibt, wie bei Staatsbankrotten zu verfahren ist und dass die Bandbreite der erlittenen Verluste zwischen 15% und 90% lag, dann ist es verwunderlich, dass Staatsanleihen weiterhin so begehrt sind. Natürlich sind nicht alle Staatsanleihen gleich. Es gibt eben solche der Vereinigten Staaten von Amerika, die bisher jede Anleihe seit 1776 zurückgezahlt haben, und dann gibt es eben auch solche Staaten wie Griechenland, Brasilien oder Argentinien, die gleich mehrfach ihre Anleger „geprellt“ haben.



Grafik 4: Staatspleiten seit 1824 in Europa



ETHENEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

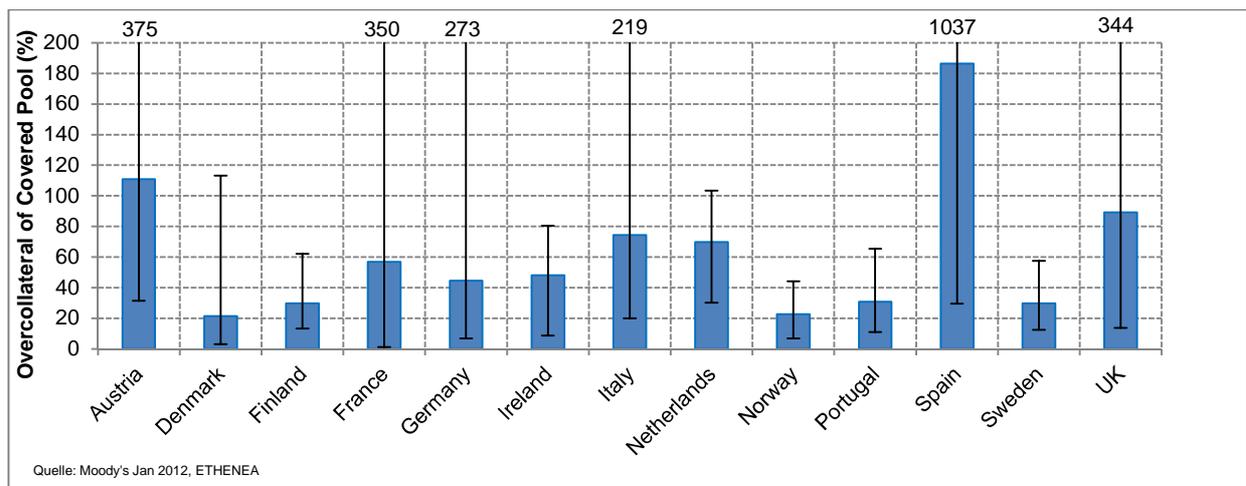




Generell kann man daher feststellen, dass Staatsanleihen nicht in jedem Fall als sichere Anlageform gelten sollten. Auch andere Anleihe-Gattungen haben Vorzüge und gehören in ein diversifiziertes Portfolio.

Allen voran die Pfandbriefe. In diesem Segment hat es in den letzten 200 Jahren keinen Zahlungsausfall gegeben, was sicherlich in erster Linie auf die Konstruktion der Pfandbriefe (auch Covered Bonds) zurückzuführen ist. Der Deckungsstock, der Pfandbriefen zugeordnet ist, wird im Fall einer Zahlungsunfähigkeit der Pfandbriefbank nicht der Konkursmasse zugeordnet, sondern bleibt davon unberührt. Da der Deckungsstock üblicherweise einen höheren Wert als die darauf emittierten Covered Bonds hat, ist auch hier eine größere Investorenabsicherung gegeben. Moody's beispielsweise analysiert regelmäßig die Deckungsstöcke von 206 europäischen Pfandbriefprogrammen, und aufgrund der Analysen ergibt sich dann eine Verbesserung oder Verschlechterung des antizipierten Kreditrisikos für die jeweiligen Programme. Ein Aspekt, der genau untersucht wird, ist die Überdeckungsquote bei den jeweiligen Pfandbriefen. Grafik 5 zeigt die durchschnittlichen Quoten, nach Ländern aufgeteilt, mit den jeweiligen Spannen zwischen minimaler und maximaler Überdeckung. Die Daten sind dem neuesten Moody's Bericht entnommen. Selbst bei dieser sehr vereinfachten Betrachtungsweise des Pfandbriefsegments erscheinen die Pfandbriefe als sehr sicher bei recht hohen durchschnittlichen Überdeckungen – im Falle Italiens bei fast 80% und bei den spanischen Programmen sogar bei über 180%.

Obwohl die Pfandbriefe in den vergangenen Monaten viel an Wert gewonnen haben, ist immer noch eine gute Rendite zu erzielen, wenn man statt Staatsanleihen der „Club Med“-Staaten Covered Bonds kauft, deren Rating sich verbessert hat.



Grafik 5: Überdeckung der von Moody's beobachteten Covered Bond Programme in den verschiedenen Staaten

Insofern haben auch wir uns in den vergangenen Wochen stärker im Covered Bond Segment engagiert und speziell im Ethna-GLOBAL Defensiv die Quote für Pfandbriefe auf fast 8% angehoben. Insgesamt haben wir unsere Investitionen in Staatspapiere reduziert- nicht so sehr aus Kreditaspekten sondern eher im Hinblick auf die Renditeziele, die erreicht und zum Teil überschritten wurden. Trotz des schwächeren ökonomischen Umfelds fällt es äußerst schwer, noch viel Ertragspotential in 5-jährigen Anleihen der Bundesrepublik Deutschland bei Renditen von 0.8% zu entdecken. Ebenso versprechen auch französische BTAN kein großes Kurspotential trotz 1.5% Rendite im 5-jährigen Segment. Konsequenterweise haben wir uns von vielen dieser Papiere getrennt und stattdessen weiterhin ausgewählte Industrianleihen gekauft bzw. eben Pfandbriefe.





Im Ethna-AKTIV E haben wir schließlich unsere Aktienquote auf fast 17% erhöht, auch wenn die Grafiken dies nicht wiedergeben, da wir circa 10% dieses Engagements über Futures abbilden, bei gleichzeitiger Vorhaltung der entsprechenden Cash-Quote.

Erwähnenswert ist weiterhin, dass wir die geografische Diversifizierung des Ethna-GLOBAL Defensiv fortgeführt haben und mittlerweile in Unternehmen aus 27 Staaten investiert sind.

Der Anleiheanteil des Ethna-AKTIV E verzeichnet derzeit eine durchschnittliche Rendite von 5,10% bei einem Rating zwischen A und A+ und einer modifizierten Duration von 5,13. Im Fall des Ethna-GLOBAL Defensiv liegt die Verzinsung bei 4,41% mit einem Rating zwischen A+ und AA- (also eine Stufe höher) und etwas kürzerer Duration von 4,76. Der Ethna-GLOBAL Dynamisch erreicht eine durchschnittliche Rendite von 4,87% bei einem Rating zwischen A- und A mit einer Duration von 6,44.

	Currency									
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	92.12	1.3357	1.20536	0.83818	108.21	1.23948	7.4401	1.31788	2.3334	8.4068
-1M	1.9%	2.2%	0.1%	1.0%	8.5%	0.5%	-3.0%	0.4%	0.5%	2.1%
-1Y	-2.8%	-3.2%	-6.0%	-1.2%	-4.2%	-8.8%	-3.5%	-2.0%	4.7%	-7.2%

	Germany Gvmt				ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.191	0.815	1.818	163	129	405	206	341
-1M	3	8	3	-0	-15	-53	-14	-20
-1Y	-134	-159	-136	-2	30	102	53	79

	Yield pick-up to German 10y Gvmt										
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	15	33	-86	106	112	48	271	317	1193	3297	639
-1M	1	18	-82	126	113	36	349	319	1461	3253	642
-1Y	21	44	-189	38	44	19	113	218	427	886	613

	Equities					
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	6856.08	12952.07	2512.11	3452.45	5871.51	9723.24
-1M	6.1%	2.5%	3.9%	4.7%	3.3%	10.5%
-1Y	-5.1%	7.4%	-15.8%	-15.1%	-1.1%	-9.6%

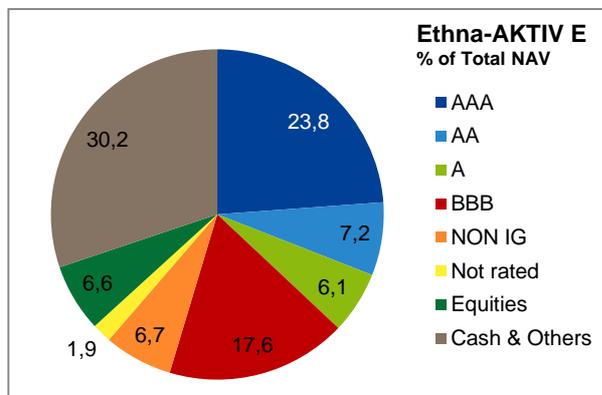
Grafik 6: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)



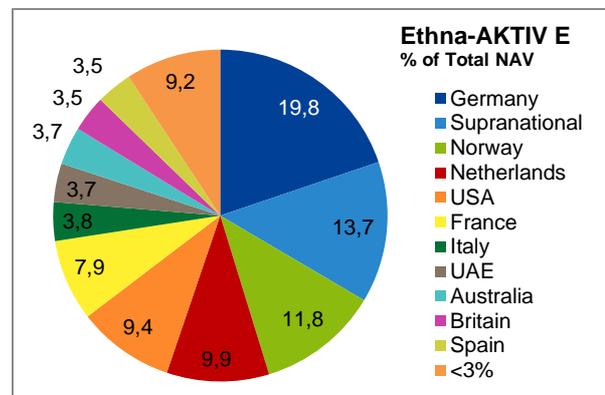


Ethna-AKTIV E	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	2.1%	0.0%	1.5%	0.0%	3.6%
Insurance	5.0%	0.8%	0.8%	0.6%	7.1%
Other	0.6%	0.9%	0.0%	0.3%	1.8%
Ethna-GLOBAL Defensiv	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	0.9%	0.0%	1.1%	0.0%	2.0%
Insurance	3.4%	2.1%	0.0%	0.6%	6.1%
Other	1.2%	0.9%	0.0%	0.0%	2.1%
Ethna-GLOBAL Dynamisch	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%
Insurance	5.4%	1.9%	0.0%	0.0%	7.2%
Other	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Grafik 7: Anteil der Nachranganleihen am Gesamtportfolio des Ethna-AKTIV E, Ethna-GLOBAL Defensiv und Ethna-GLOBAL Dynamisch



Grafik 8: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenrating



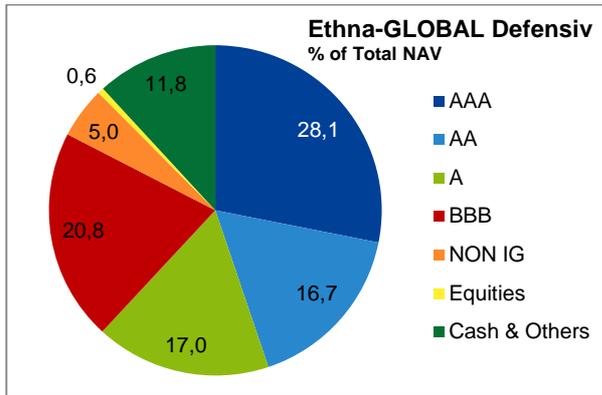
Grafik 9: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenherkunft



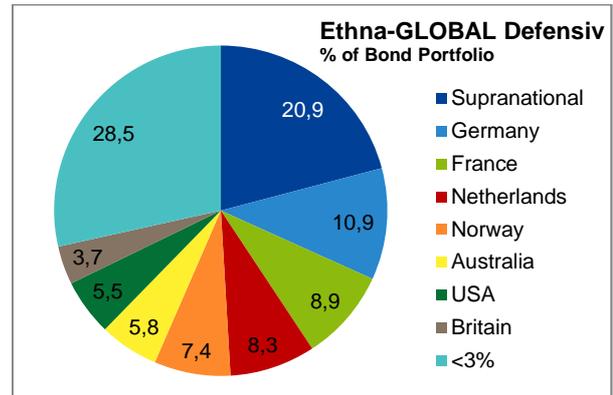
ETHENEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

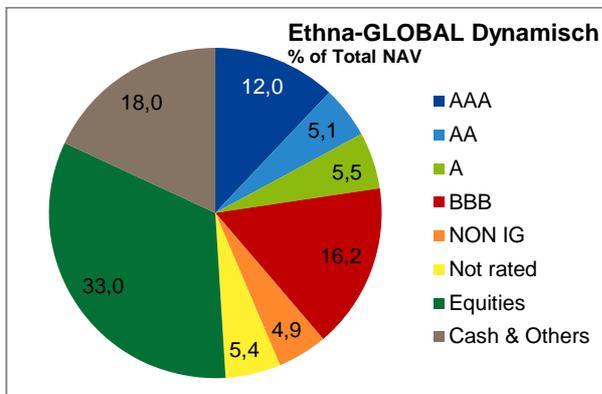




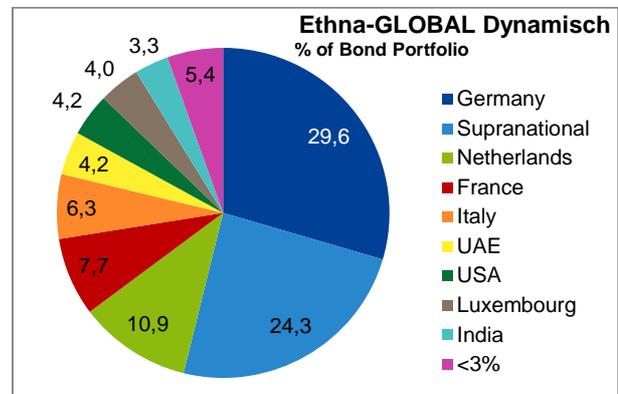
Grafik 10: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenrating



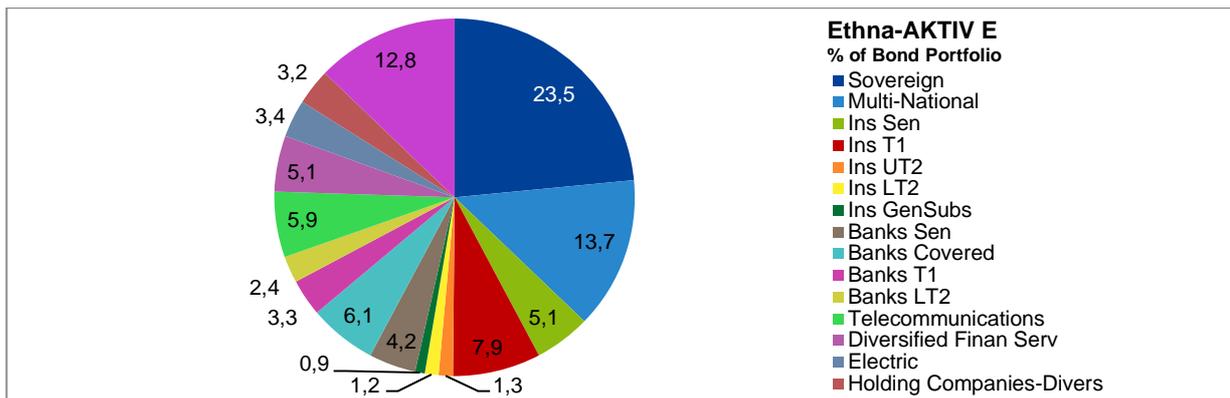
Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenherkunft



Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenrating



Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft



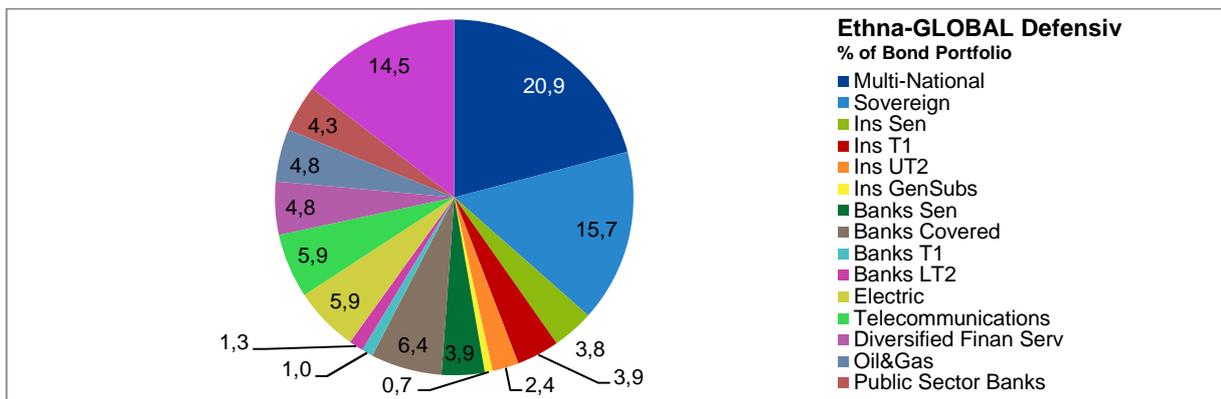
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche



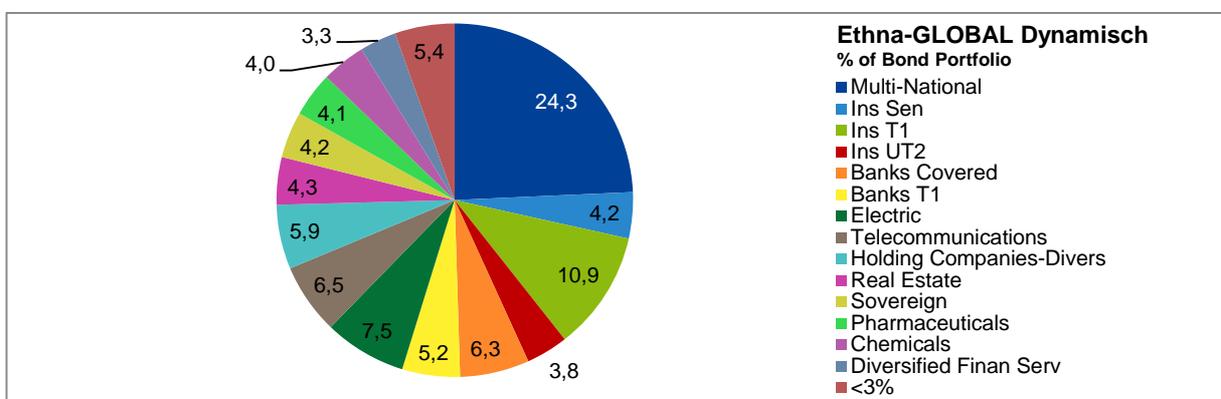
ETHENEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

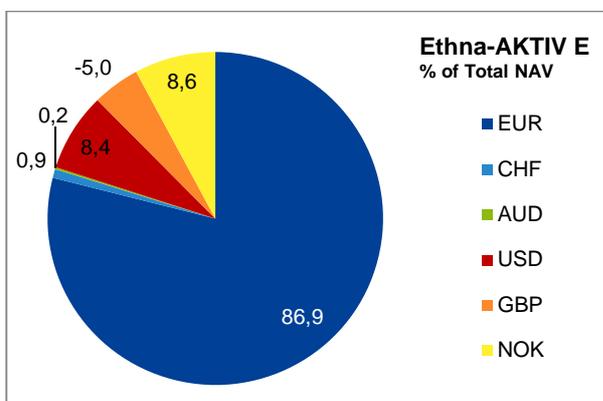




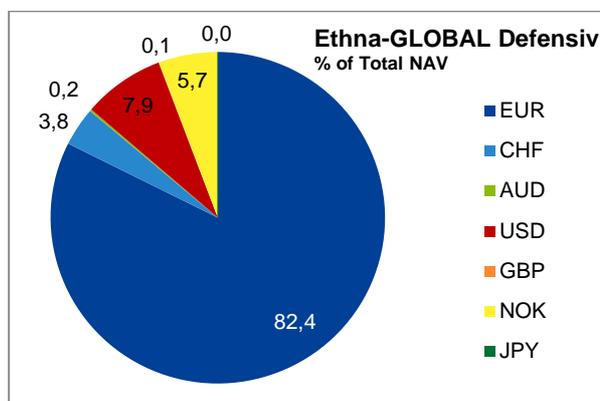
Grafik15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche



Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenbranche

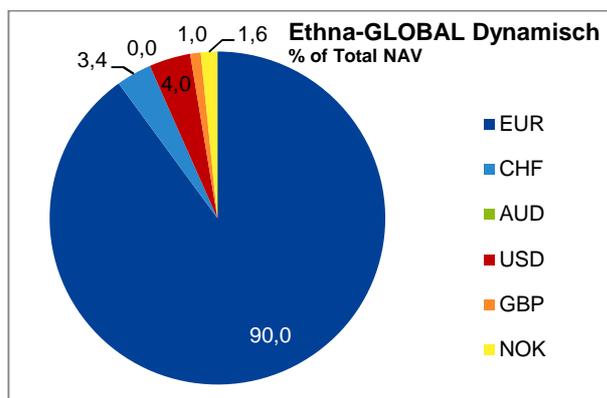


Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen



Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen





Grafik 19: 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, 29.02.2012.



ETHENEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

