



## MONATSBERICHT JULI 2012 „MS Deutschland“

Die berühmte „Saure-Gurken-Zeit“ hat im Jahr 2012 die Geschichte der als Traumschiff berühmt gewordenen MS Deutschland in den Vordergrund der Boulevardpresse gespült. Eigentlich ist die Geschichte zu lächerlich, um hier Platz zu finden, allerdings lassen sich Parallelen zu den Kapitalmärkten aufzeigen.

Was also war passiert? Scheinbar war der neue Haupteigner der „Motorschiff Deutschland“, der Finanzinvestor Aurelius, im Juli 2012 auf die Idee gekommen, die „Deutschland“ auszuflaggen, also nicht mehr unter deutscher Fahne fahren zu lassen, sondern wie viele andere Eigner auch stattdessen die Flagge Maltas vorzuziehen. Abgesehen von möglichen ästhetischen Beweggründen stehen natürlich Kosteneinsparungen aus Steuerreduktionen und Personalkosteneinsparungen im Vordergrund. Dass Finanzinvestoren wohl in den allermeisten Fällen nach betriebswirtschaftlich sinnvollen Parametern urteilen und entscheiden, wie es ja auch im Interesse der eigenen Kapitalgeber geschehen sollte, steht wohl außer Frage. So sicherlich auch im Fall der „Deutschland“. Sentimentale Beweggründe, dass ein Schiff mit dem Namen „Deutschland“ auch die Flagge Deutschlands zeigen soll, haben keinen Einfluss gehabt. Oder doch? Nachdem die „Bild“-Zeitung über den Fall der „MS Deutschland“ berichtet hatte, zeigten plötzlich sogar Politiker Interesse. Nun mag man denken, haben wir eigentlich keine anderen Probleme, als über Ausflagung des angeblich letzten „deutschen“ Kreuzfahrtschiffs nachzudenken? Nach Intervention der Bundesregierung und des Bundespräsidenten (!!!) zeigte die Reederei scheinbar Einsicht und entschied, die Ausflagung zu unterlassen. Man muss kein Genie sein, um zu erahnen, dass es sicherlich mehr als „Interesse der Regierung“ gewesen sein muss, die die Einsicht des Finanzinvestors herbeigeführt hat. Begriffe wie „Steuererleichterungen“ oder auch „subventionierte Darlehen“ kommen in diesem Zusammenhang dem Autor eher in den Sinn.

Und damit sind wir auch schon beim Übergang auf die Kapitalmärkte. Wenn man „MS“ statt „Motorschiff Deutschland“ mit „Mutterschiff Deutschland“ übersetzt, dann erkennt man leicht die Intention des Autors. Während Ende Juni eher die Einsicht die Märkte getrieben hatte, dass wir bald eine Lösung der Eurokrise bekommen würden, hat sich im Verlauf des Monats Juli scheinbar eher die Meinung verfestigt, dass allein Deutschland den Euro retten kann – Mutti eben! Selbst der amerikanische Finanzminister Geithner meinte kurzfristig das ohnehin schon im Hochsommer vorherrschende Verkehrschaos auf der Nordseeinsel Sylt noch mit seinen Secret Service Body Guards verschärfen zu müssen, als er sich selbst als Urlaubsgast von Wolfgang Schäuble einlud. Alles nur, damit das „Mutterschiff Deutschland“ seinen Widerstand gegen die Vergemeinschaftung aller Euroschulden aufgeben soll. Aussagen von EZB Chef Mario Draghi, direkt gefolgt von Statements Merkels und Hollandes bzw. Merkels und Montis gegen Ende Juli, dass wirklich *alles* getan werde, um den Euro zu retten, hat die Kapitalmärkte mal wieder euphorisiert. Ob gemeinsame Schulden der Euromitgliedsländer ohne politische Kontrolle durch eine Fiskalunion, die wohl noch länger auf sich warten lassen wird, sinnvoll sind, außer möglicherweise sehr kurzfristig, scheint wenig zu interessieren.

Die Märkte gieren nach eindrucksvollen Aussagen und werden möglicherweise auch welche bekommen. Ob die EZB nun einen neuen LTRO begibt, um die Finanzierung der hauptsächlich südeuropäischen Banken sicher zu stellen? Ob die Bonitäten der Sicherheiten für die Teilnahme an Zentralbankkrediten weiter abgesenkt werden, oder die sogenannten „haircuts“ auf diese Sicherheiten reduziert werden? Ob der ESM, also der permanente Rettungsfond, der ja erst noch vom Bundesverfassungsgericht genehmigt werden muss, eine quasi „Banklizenz“ bekommt und sich damit unlimitiert bei der EZB Geldmittel leihen kann? Auf diese Fragen weiß zu diesem Zeitpunkt niemand eine Antwort.



ETHENEA  
Independent Investors

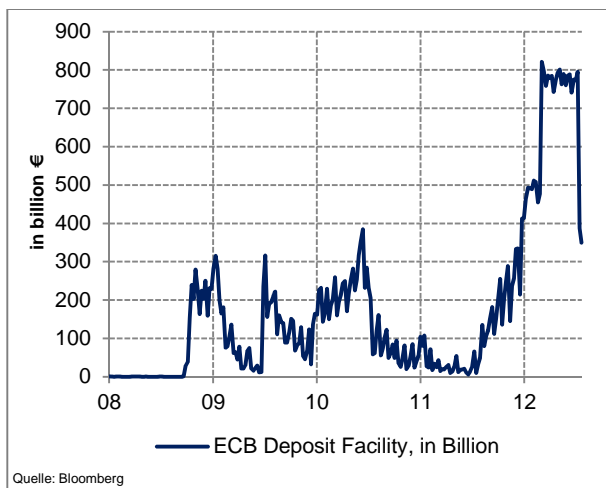
Morningstar  
Rating: ★★★★★



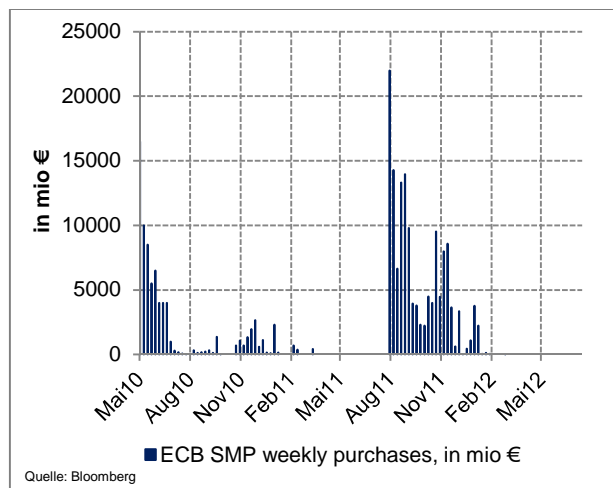


Die Zinsentscheidungen der EZB vom 11. Juli, die jeweiligen Zinssätze um je 25 Basispunkte zu senken, hat zumindest bei der Einlagenfazilität große Spuren hinterlassen (siehe Grafik 1). Während die Geschäftsbanken vor der Zinsentscheidung noch scheinbar einen Großteil der LTRO-Gelder bei der EZB bei 0,25 % „parkten“, hat die Reduktion des Zinssatzes auf 0 % doch Wirkung gezeigt. Die jüngsten Daten legen nahe, dass mehr als €400 Milliarden abgezogen wurden. Tatsächlich allerdings verbleibt der größte Teil des Geldes bei der EZB, nur eben nicht auf den Tagesgeldkonten, sondern auf den laufenden Konten. Diese zahlen zwar auch keine Zinsen, aber der Aufwand der täglichen Buchungen entfällt. Die Geschäftsbanken halten also auch weiterhin ihr Pulver trocken.

Die Hoffnung der Märkte ist, dass die EZB ihr derzeit passives Securities Market Programme (SMP) wieder reaktiviert, in dem ja mehr als €200 Milliarden Staatsanleihen gekauft wurden (siehe Grafik 2). Falls die EZB sich zu einer deutlichen nicht interpretierbaren Aussage hinreißen ließe, die ähnlich der Aussage der Schweizer Nationalbank vom 6. September 2011 zum Außenwert des Frankens wäre, also eine absolute Renditeobergrenze für Eurostaatenanleihen festlegen würde, dann ist es die Überzeugung des Autors, dass die EZB relativ wenig tatsächlich am Kapitalmarkt kaufen müsste, um erfolgreich zu sein.



Grafik 1: Einlagenfazilität bei der EZB in Milliarden Euro



Grafik 2: Wöchentliche Wertpapierkäufe der EZB in Millionen Euro

Der Löwenanteil der Intervention würde von den Kapitalanlegern selbst erledigt werden, denn Investitionen, die bei einem akzeptablen Risiko noch eine attraktive Rendite versprechen, sind immer schwerer zu finden. Allein die €400 Milliarden, die von den Banken bei der EZB umgebucht wurden, könnten die Renditen der italienischen und spanischen Staatsanleihen nachhaltig nach unten drücken.

Man bedenke, dass sich das Volumen der echten „AAA“ Kapitalmärkte, also solcher, die von den drei großen Rating Agenturen Moody's, Standard & Poor's und Fitch uneingeschränkt mit „AAA“ bewertet werden, sich innerhalb von gerade mal einem Jahr von US\$ 17.000 Milliarden auf weniger als 10 % mit US\$ 1.400 Milliarden reduziert hat (siehe Grafik 3). Ultrakonservative Investoren oder solche, die durch ihre Anlagerichtlinien dazu gemacht werden, haben einen echten Anlagenotstand. Die Staatsschulden der verbleibenden „AAA“ Staaten, in der Grafik 3 *blau* unterlegt, bieten mit Ausnahme von Kanada, eher keine Alternative in Bezug auf Liquidität.

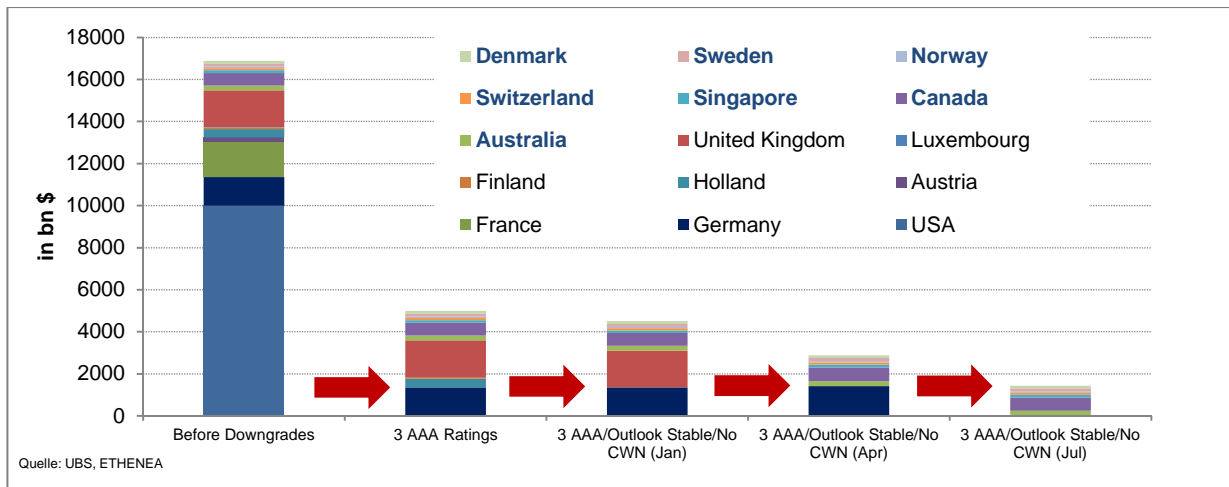
Wenn nun die EZB die richtigen Signale setzen könnte, dass eben keine Restrukturierung zu erwarten ist und dass die Staatsschulden auch in Euro getilgt werden, dann wäre sehr viel privates Geld zur Investition bereit.



ETHENEA  
Independent Investors

Morningstar  
Rating: ★★★★★





Grafik 3: Volumenentwicklung der „AAA“ Staatsanleihenmärkte in Milliarden €

Allerdings sei an dieser Stelle noch einmal angemerkt, dass weder die EZB noch irgendeine Regierung, schon gar nicht die deutsche Bundesregierung, weiter tätig werden sollte in Richtung Vergemeinschaftung der Schulden, solange wie oben bereits erwähnt keine Mechanismen etabliert sind, die „Moral Hazard“ der unfein genannten „Schuldenstaaten“ erlauben. Solange Missstände, die wie in dem Spiegel-Online Artikel „Das Kreuz des Südens“ von Hans-Jürgen Schlamp vom 30. Juli 2012 beschrieben werden, nicht von der eigenen Regierung unterbunden werden, kann bzw. sollte eine Vergemeinschaftung nicht stattfinden. In diesem Artikel geht es speziell um Korruption und Vetternwirtschaft in Sizilien. Dort wird unter anderem beschrieben, dass in Sizilien, das ja nicht wirklich für seinen Waldreichtum bekannt ist, sage und schreibe 27.000 Personen für den Schutz des Waldes öffentlich beschäftigt sind – mehr als in der walddreichen und über 37 mal so großen kanadischen Provinz British-Columbia. Auch hier bedarf es keines Genies, um an der Sinnhaftigkeit zu zweifeln.

Es bedarf aber schon eines genialen Entwurfs, um hier und jetzt zu einer Lösung zu kommen. Korruption und Vetternwirtschaft, ineffiziente und inkompetente öffentliche Verwaltung, oder schlichtweg der Schlendrian existieren nicht nur in Südeuropa, sondern sind auch in unseren nördlichen Gefilden nicht gänzlich unbekannt. Abgesehen von dem Drama um die „MS Deutschland“, welches noch einen Unterhaltungswert hat, verweist der Autor an dieser Stelle gerne an das „Schwarzbuch des Bunds der Steuerzahler“, wo der geneigte Leser en détail Fehlverwendungen der öffentlichen Gelder hinterherweinen mag. Auch prominente Beispiele wie Sachsenring, Nürburgring oder Flughafen Berlin-Brandenburg lassen sich ohne Schwierigkeiten nennen. Darauf warten zu wollen, dass alle öffentlichen Verwaltungen innerhalb der Eurozone effizient und günstig arbeiten, Politiker keine Fehlentscheidungen bewusst oder unbewusst mehr treffen, bevor man mit dem Euro-Experiment weitermacht, heißt eigentlich aufzugeben, da diese Erwartungshaltung unrealistisch ist. Da der Autor eben nicht das benötigte Genie ist, fallen ihm auch keine Patentrezepte ein, aber dass eine gewisse Trennung der Staatsschulden in genehmigte und ungenehmigte notwendig ist, erscheint zumindest logisch. Man könnte beispielsweise, wie ja auch schon diskutiert wurde, Schulden bis 60 % des BIP vergemeinschaften und nur solche, die darüber hinausgingen, dem jeweiligen Einzelstaat anlasten. Dass bei dieser Methode Probleme auftauchen und sie daher nicht direkt umsetzbar ist, ergibt sich schon allein aus der mangelnden Genialität des Autors. Allerdings ist er zuversichtlich, dass viele schlaue Köpfe über eben genau dieses Problem grübeln.

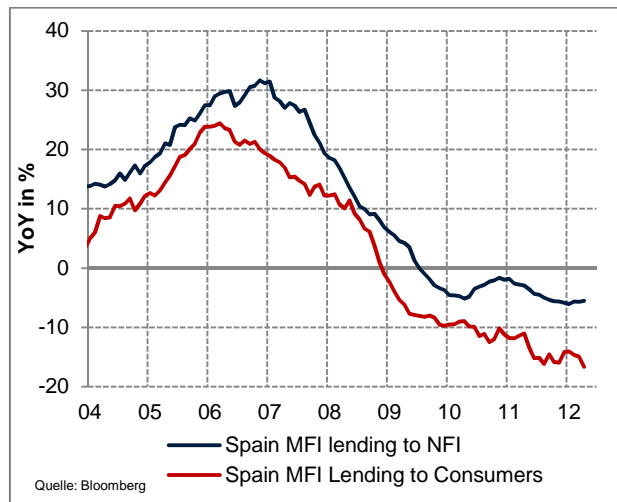
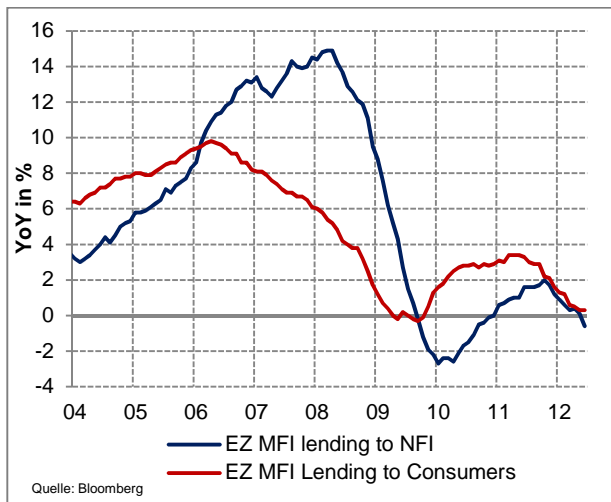
Allerdings sollten die schlaunen Köpfe sich besser beeilen, denn viel Zeit bleibt uns nicht mehr. Die wirtschaftlichen Aussichten diesseits und jenseits des Atlantiks trüben sich rapide ein und machen einen dringend





benötigten Schuldenabbau hier wie dort immer schwieriger. Selbst Deutschland, das bis vor zwei Monaten noch ein sehr solides Wachstum versprach, scheint zu schwächeln, da die Käufer unserer Exportprodukte eine langsamer wachsende oder gar schon schrumpfende Wirtschaft haben und unsere Binnennachfrage nicht ausreicht, um das Wachstum zu stützen.

Die Kreditvergabe, ein wichtiger Indikator der Wirtschaftsentwicklung, flaut trotz LTRO immer weiter ab. Selbst innerhalb der Eurozone insgesamt (siehe Grafik 4) ist die Kreditvergabe an Unternehmen rückläufig. In Ländern wie Spanien (siehe Grafik 5) schrumpft diese Messgröße schon seit drei Jahren mit den bekannten Auswirkungen auf Wirtschaftswachstum, Beschäftigung, und zuletzt den Wohlstand der Menschen dort.



Grafik 4: Bankkredite an Nichtbanken (NFI) und an Verbraucher – Jährliche Veränderungsraten in % – Eurozone

Grafik 5: Bankkredite an Nichtbanken (NFI) und an Verbraucher – Jährliche Veränderungsraten in % – Spanien

Das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich auf breiter Front (siehe Grafik 6). Die Erholung des Wachstums in 2013, die von den Auguren prognostiziert wird (rechts der senkrechten roten Linie), ist sicherlich zu einem gewissen Maße Zweckoptimismus. Bisher sind ja sämtliche Sparversprechen der öffentlichen Haushalte selten über reine Lippenbekenntnisse hinausgekommen. Selbst die viel gerühmte „deutsche“ Schuldenbremse wirkt erst nach 2014 und hat bis dato keinen merklichen Effekt auf das Ausgabenverhalten des Bundes gehabt (Stichwort: *Betreuungsgeld*). In den USA zittern die Experten vor dem *fiscal cliff*, also der „Fiskalischen Klippe“, von der die US Wirtschaft stürzen wird, falls die Steuererleichterungen, die bis Ende 2012 nur beschlossen waren und dann auslaufen, und die bereits beschlossenen Budgetkürzungen ab 2013 greifen sollten. Die Experten schwanken stark in ihren Prognosen über die möglichen Effekte auf das US Wirtschaftswachstum, aber alles zwischen -6 % und -3 % hat der Autor bereits gelesen.

Die Sekundäreffekte, die konsequenterweise daraus folgen, wenn 25 % der Weltwirtschaft in eine Rezession stürzen, sind kaum abzuschätzen. Daher hoffen viele, dass die „Amis“ dann besser doch nicht so viel sparen, wie sie sich eigentlich vorgenommen haben. Falls aber doch und Europa auch Ernst macht mit dem Sparen, dann sind die Prognosen in der Grafik 6 nur Schall und Rauch. Dann sollte man besser doch wieder einen Blick auf Japan werfen.

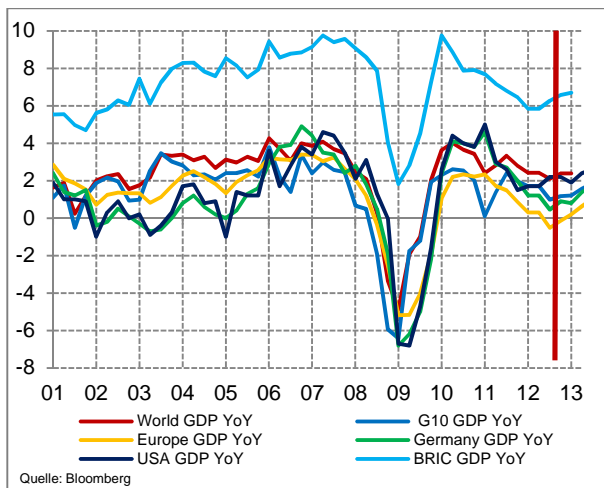
Allerdings nicht auf das heutige Japan, sondern das Japan vor 20 Jahren. Damals rentierten 10-jährige Staatsanleihen aus Japan noch mehr als 5 %, und die Inflationsrate lag über 2 %. Seitdem ist viel passiert. Durch



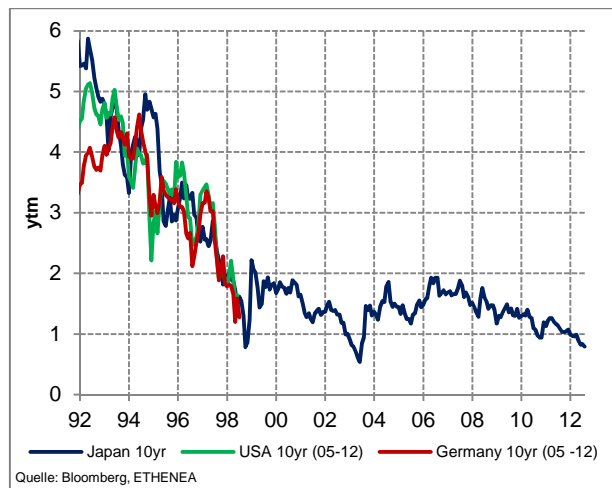


den Kollaps des dortigen Immobiliensektors kam es in letzter Konsequenz zu einer deflationären Preisentwicklung. Der Abbau der Immobilienschulden (Stichwort: *Deleveraging*) hat zu einem Nachfrageverlust geführt, der den Preisverfall auslöste. Die Regierungen versuchten dann bisher erfolglos, den deflationären Teufelskreis zu durchbrechen. Die Parallelen zu den USA mit dem Kollaps des dortigen Immobiliensektors und zu Europa mit den überbordenden Staatshaushalten sind erschreckend. Der zeitversetzt sehr ähnliche Verlauf der 10-Jahres-Renditen lässt Böses erahnen (siehe Grafik 7).

Ein zeitgleiches Sparen der öffentlichen und privaten Sektoren (Stichwort: *Bankenkonsolidierung*) gepaart mit weiter befürchtigtem Preisverfall bei Immobilien führt wohl schon fast zwangsläufig in eine Rezession verbunden mit einer Deflation. Warum allerdings in den deutschen Medien eher vom Gespenst der Inflation die Rede ist, entzieht sich der Kenntnis und dem Verständnis des Autors. Ein Grund mehr, auf die Genialität der Eurokraten zu hoffen, bald eine überzeugende Lösung für die Staatsschuldenproblematik und deren Haftung zu finden. Denn je länger die Problemlösung, also der Abbau der übermäßigen Schulden, hinausgezögert wird, umso schwieriger scheint es zu werden. Nur weiter an den Symptomen herum zu kurieren, wie es mittlerweile seit 2008 getan wird, scheint nicht zielfördernd zu sein.



Grafik 6: Entwicklung der jährlichen realen Wachstumsraten



Grafik 7: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen – Deutschland und USA um 13 Jahre nach vorne verschoben

Zu guter Letzt wollen wir uns noch mit einem anderen Thema befassen. Nachdem wir uns im letzten Monatsbericht über die unterschiedlichen Verpackungsformen des US-amerikanischen Bierkonsums wunderten und über mögliche Prognosefähigkeiten eben jenes spekulierten, befassen wir uns heute mit einem sehr viel ernsteren Thema: der Nesthockerei.

Die Europäische Kommission hat in ihren Untersuchungen herausgefunden, dass immer mehr junge Erwachsene bei ihren Eltern wohnen bleiben. Die Medien haben dies auch schon öfters untersucht und kommentiert und Ursachenforschung für das „Hotel Mama“ betrieben. Im englischen Sprachgebrauch gibt es bereits den Begriff „NEET“ als Akronym für *Not in Education, Employment, or Training*. Die Spanier sprechen von der *Generación ni-ni*, für *ni trabaja, ni estudia, ni recibe formación*.

In Grafik 8 haben wir die sehr unterschiedlichen Verhaltensmuster der jungen Erwachsenen in verschiedenen Ländern dargestellt und mit der Jugendarbeitslosigkeit in einen grafischen Zusammenhang gebracht. Auch ohne tiefere sozial-ökonomische Kenntnisse der jeweiligen Situation lässt sich vermuten, dass ein Zusammenhang

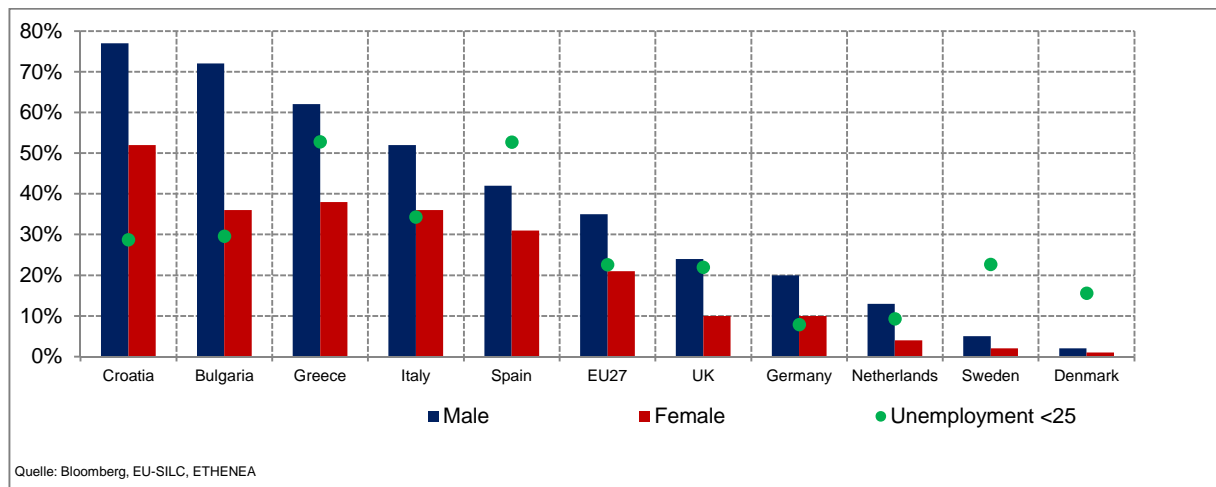




zwischen Arbeitslosigkeit und eigenem Hausstand existiert. Es scheinen aber auch kulturelle Unterschiede vorhanden zu sein, denn die Jugendarbeitslosigkeit in Kroatien und Bulgarien ist ähnlich hoch wie in Schweden, aber fast 80 % der männlichen Kroaten zwischen 25 und 34 Jahren leben bei ihren Eltern im Vergleich zu lediglich 4 % der schwedischen Gruppe. Die Existenz von sozialen Mietwohnungen mag in Kroatien wie auch Bulgarien nicht im gleichen Maße vorhanden sein wie in Skandinavien. Was allerdings den zum Teil gravierenden Unterschied im Verhalten der männlichen gegenüber der weiblichen Gruppe verursacht, entzieht sich unserer Phantasie.

Nun mag der Leser sich fragen, warum wir darüber berichten. Nun, da wir auf den letzten Seiten des Monatsberichts über die Verschuldungsproblematiken der Staaten und deren Finanzierung geschrieben haben, sollte der Zusammenhang eigentlich klar werden. Die NEET oder ni-ni sollten in Beschäftigung sein, oder zumindest eine gute Ausbildung genießen, so dass möglichst bald die Sozialsysteme in diesen Ländern, die auch durch ein Umlageverfahren finanziert werden, von ihren Sozialbeiträgen gestützt werden. Die EU läuft hier in eine Sackgasse, wenn wir es zulassen, dass eine gesamte Generation sich abmeldet, ob nun freiwillig oder nicht. Die Sozialsysteme sind in den allermeisten Fällen schon jetzt bei den Projektionen der Staatsdefizite nur ungenügend berücksichtigt. Der „Fiscal Monitor“ des IMF vom April 2012, der im Internet zum Herunterladen bereit steht, geht auf diese Problematik ein. Ohne hier weiter darüber zu berichten, lässt sich nur kurz folgende Aussage treffen: Für den Fall, dass das Problem Jugendarbeitslosigkeit in der EU nicht nachhaltig gelöst werden sollte, laufen wir nicht nur Gefahr, vom *fiscal cliff* zu fallen, sondern wir haben auch ein großes *social cliff*, von dem wir stürzen werden.

Wieder ein Grund, auf Genialität der Wirkenden zu hoffen.



Grafik 8: Prozentsätze der Altersgruppe der 25- bis 34-jährigen die bei ihren Eltern wohnen (2010) Arbeitslosenraten der unter 25-jährigen





	Currency									
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	85.94	1.2279	1.20118	0.78177	96.09	1.16743	7.4154	1.22897	2.2061	7.8337
-1M	-3.4 %	-2.9 %	0.0 %	-3.1 %	-4.8 %	-5.6 %	-1.7 %	-4.6 %	-3.6 %	-2.6 %
YtD	-5.2 %	-5.0 %	-1.2 %	-6.2 %	-3.4 %	-7.7 %	-4.2 %	-6.7 %	-9.9 %	-4.5 %

	Germany Gvmt				ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	-0.086	0.305	1.278	136	158	339	254	471
-1M	-21	-31	-31	-10	-8	-22	-7	53
YtD	-29	-51	-63	-34	-15	-239	-22	-20

	Yield pick-up to German 10y Gvmt										
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	20	19	-48	79	61	35	403	549	987	2402	693
-1M	6	15	-75	110	83	52	352	475	858	2425	662
YtD	-3	7	-92	133	114	39	430	320	1146	3306	630

	Equities					
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	6777.17	13073.01	2348.95	3308.11	5682.89	8695.06
-1M	5.6 %	1.5 %	3.7 %	3.5 %	2.0 %	-3.5 %
YtD	11.5 %	7.0 %	-0.9 %	2.7 %	2.0 %	2.8 %

Grafik 9: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)

Ethna-AKTIV E	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	1.9 %	0.0 %	2.5 %	0.0 %	4.4 %
Insurance	4.2 %	0.8 %	0.1 %	0.6 %	5.8 %
Other	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.5 %	0.5 %
Ethna-GLOBAL Defensiv	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	0.7 %	0.0 %	1.7 %	0.0 %	2.4 %
Insurance	2.7 %	2.0 %	0.0 %	0.4 %	5.1 %
Other	0.7 %	0.7 %	0.2 %	0.1 %	1.6 %
Ethna-GLOBAL Dynamisch	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	0.0 %	0.0 %	0.9 %	0.0 %	0.9 %
Insurance	5.0 %	2.4 %	0.0 %	0.0 %	7.4 %
Other	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %

Grafik 10: Anteil der Nachranganleihen am Gesamtportfolio vom Ethna-AKTIV E, Ethna-GLOBAL Defensiv und Ethna-GLOBAL Dynamisch





Die Duration im Rentenportfolio des Ethna-AKTIV E ist leicht verkürzt worden gegenüber dem Vormonat und liegt momentan bei 5,23. Das durchschnittliche Rating liegt weiterhin zwischen A- und A, während die durchschnittliche Rendite auf 4,52 % gefallen ist. Ähnliches lässt sich über den Ethna-GLOBAL Defensiv berichten. Hier wurde die Duration auf 5,38 verkürzt, bei gleichem Rating zwischen A und A+, allerdings bei einer niedrigeren Rendite von 4,03 %. Der Rentenanteil im Ethna-GLOBAL Dynamisch wurde mehr oder minder konstant gehalten. Die Kennzahlen hier sind 5,65 Duration bei einem Rating zwischen BBB+ und A- und einer Rendite von 4,40 %.

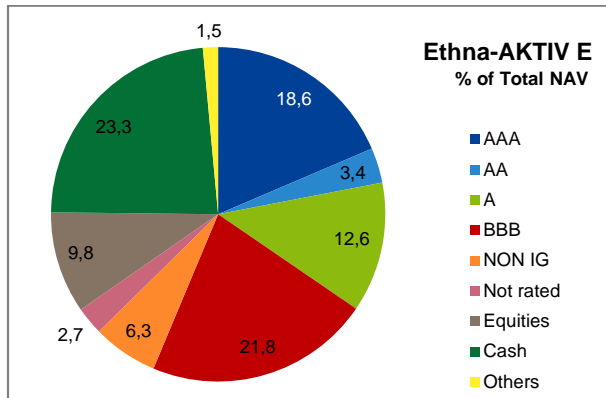
Die Flut von Neuemissionen im vergangenen Monat wurde dazu genutzt, die Barbestände im Ethna-AKTIV E von über 30 % signifikant auf 23 % zu reduzieren. Speziell Nicht-Euro-Anleihen wurden bevorzugt erworben.

Value-at-Risk		Ethna-AKTIV E	Ethna-GLOBAL Defensiv	Ethna-GLOBAL Dynamisch
99%, 1d		0,4 %	0,4 %	1,0 %
99%, 20d		1,7 %	1,6 %	4,4 %
Stresstest	Scenario			
WorstCase		<b>-8,0 %</b> I+S+V+F-E-	<b>-8,1 %</b> I+S+V+F-E-	<b>-6,8 %</b> I+S+V+F-E-
I: Interest Rates + 150 bp	I+S0V0F0E0	<b>-4,8 %</b>	<b>-5,4 %</b>	<b>-3,1 %</b>
I: Interest Rates - 150 bp	I-S0V0F0E0	4,5 %	5,3 %	3,3 %
S: Creditspreads * 1,25	I0S+V0F0E0	<b>-1,9 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>-1,1 %</b>
S: Creditspreads * 0,85	I0S-V0F0E0	1,0 %	1,1 %	0,7 %
V: Volatilities * 1,45	I0S0V+F0E0	<b>-0,3 %</b>	<b>-0,3 %</b>	<b>-0,1 %</b>
V: Volatilities * 0,969	I0S0V-F0E0	0,0 %	0,0 %	0,0 %
F: Fx Rates + 4 * Vola	I0S0V0F+E0	0,5 %	0,4 %	0,2 %
F: Fx Rates - 4 * Vola	I0S0V0F-E0	<b>-0,5 %</b>	<b>-0,4 %</b>	<b>-0,2 %</b>
E: Equities + 4 * Vola	I0S0V0F0E+	0,6 %	0,1 %	2,1 %
E: Equities - 4 * Vola	I0S0V0F0E-	<b>-0,6 %</b>	<b>-0,1 %</b>	<b>-2,1 %</b>

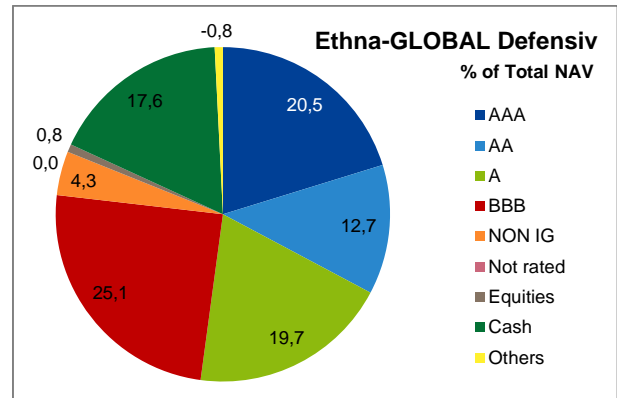
Grafik 11: Ergebnisse des VaR Tests sowie der Stresstest-Szenarien für die Ethna Funds



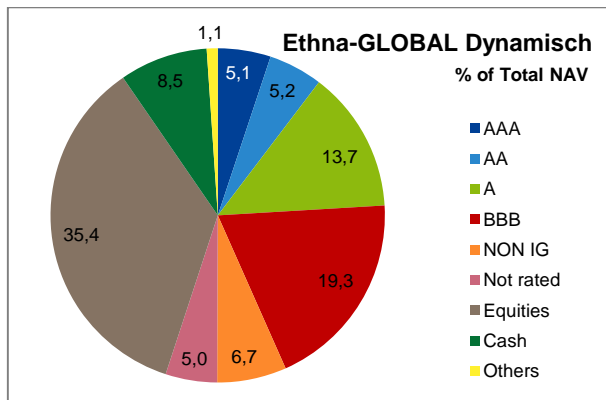




Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenrating

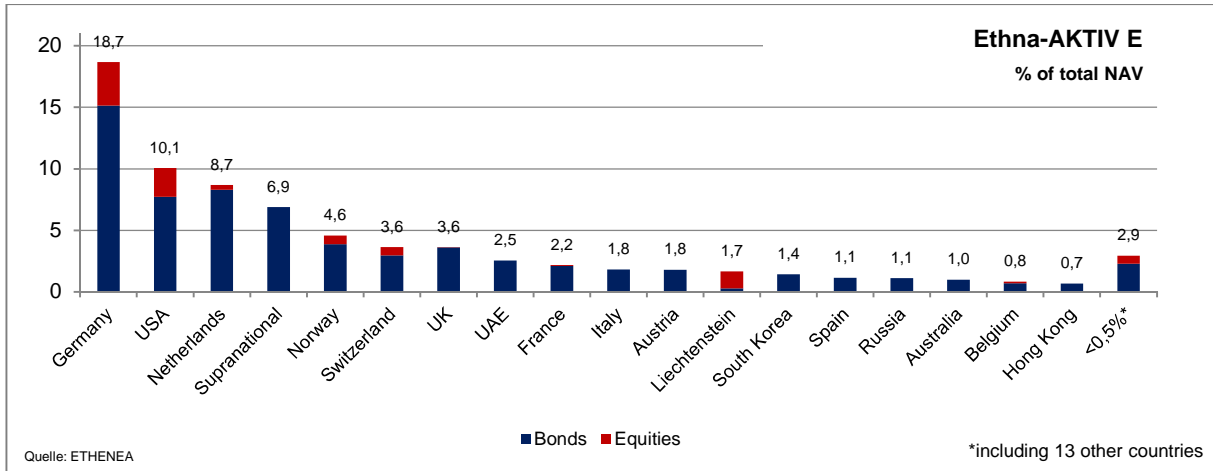


Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenrating

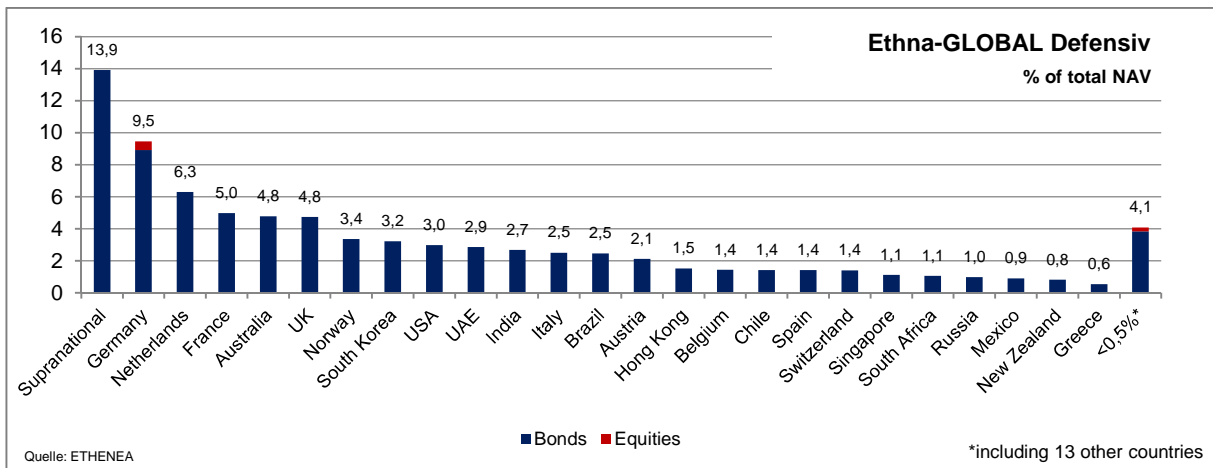


Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenrating

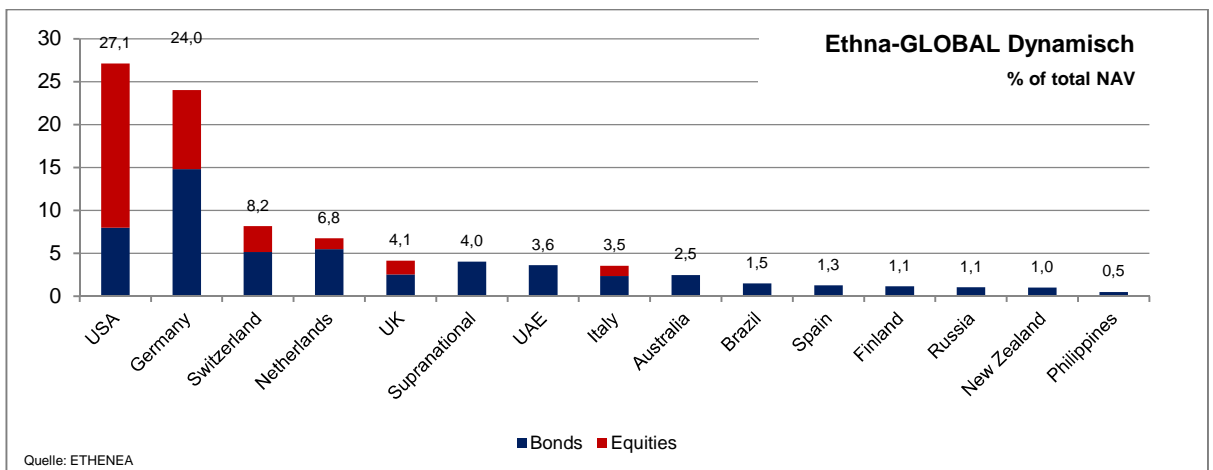




Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft



Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft



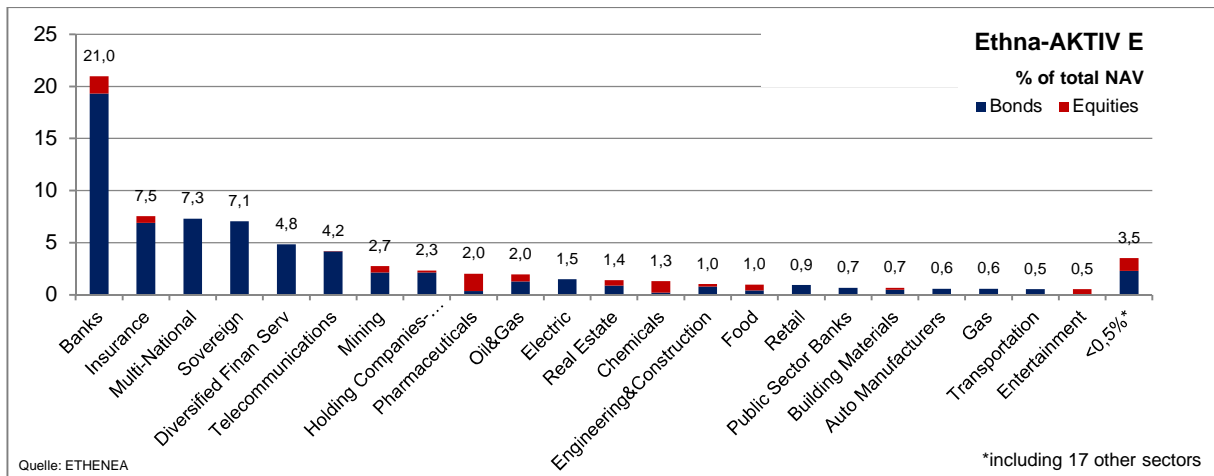
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft



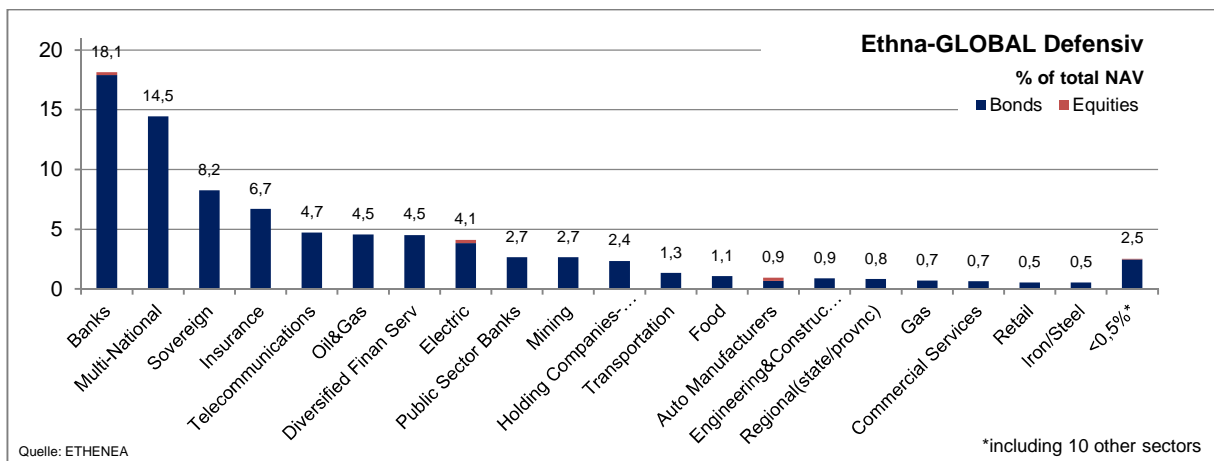
ETHENEA  
Independent Investors

Morningstar  
Rating: ★★★★★

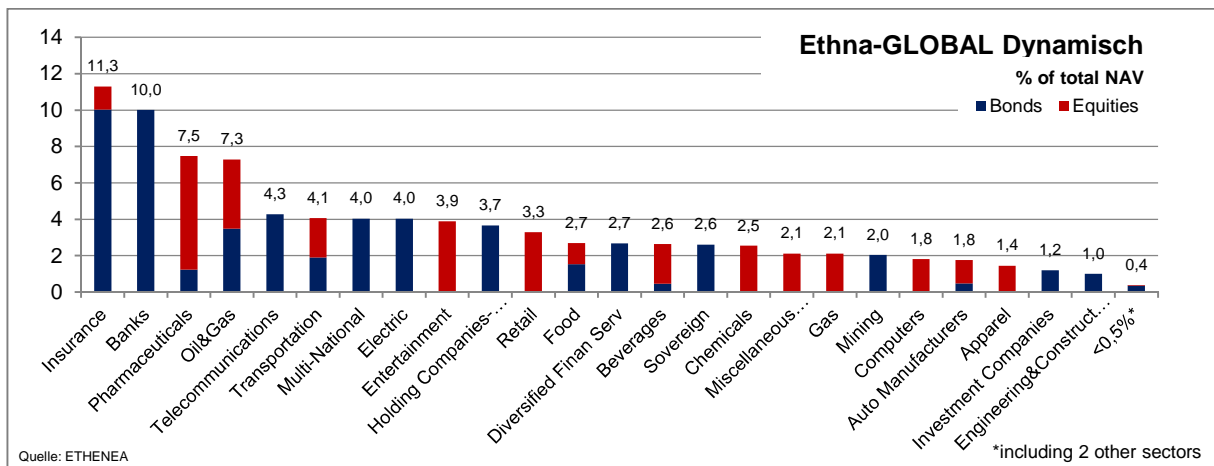




Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche



Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche



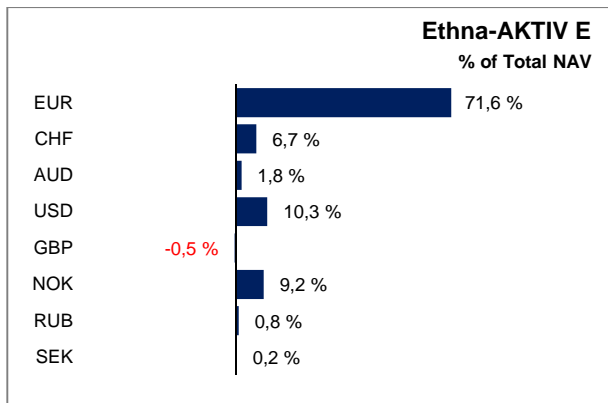
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenbranche



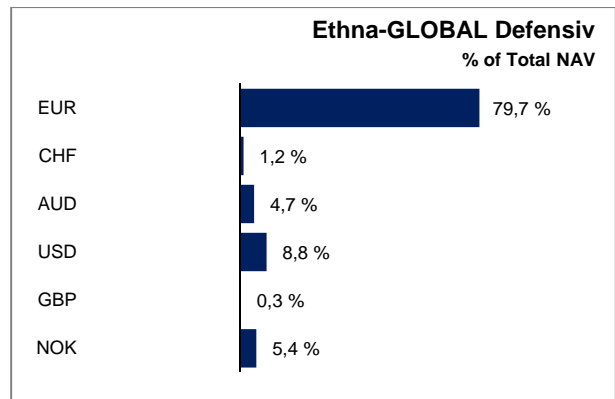
ETHENEA  
Independent Investors

Morningstar  
Rating: ★★★★★

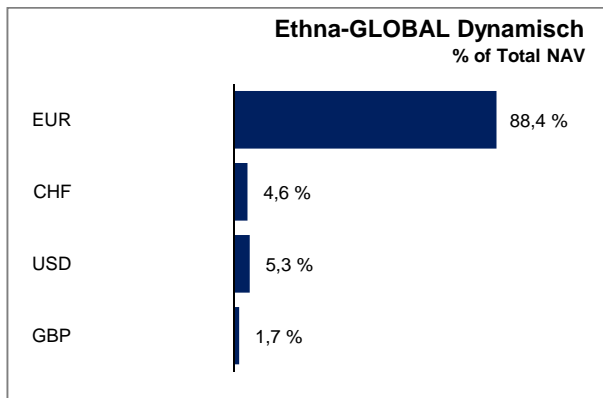




Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen



Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen



Grafik 23: 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, 31.07.2012.



ETHENEA  
Independent Investors

