

MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

Stille Post



Vorsicht vor der „Stillen Post“! Die Zentralbanken drücken sich nicht klar aus und die meisten Marktteilnehmer erhalten ihre Informationen aus sehr vereinfachten Quellen. Was dabei herauskommt, ist ein altbekanntes Kinderspiel.

Wir alle kennen noch das Spiel „Stille Post“ aus unserer frühen Jugend, bei dem man jemandem etwas in Ohr flüsterte und nach einer langen Folge von Nuscheln, Stirnrunzeln und Kichern am Ende aus einer „Tomate“ ein „Motorrad“ wurde. Oder eben aus einem „taper“ ein „tightening“.

Aktuell scheint es so, dass die neue Mode der Zentralbanken, die sogenannte *forward guidance*, eher zu größerer Unsicherheit führt – egal ob bei FED, EZB, BoE oder BOJ. Beabsichtigt war wohl etwas anderes. Die EZB rückte in ihrer Pressekonferenz am 4. Juli das erste Mal von ihrer 13-jährigen Interpretation einer ägyptischen Sphinx ab und bemühte *forward guidance*, indem Mario Draghi sich zu folgender Aussage hinreißen ließ: „The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an

extended period of time.“¹ Über den Begriff *extended period of time* gab es im Nachhinein ziemliche Verwirrung, denn offenbar beschrieb EZB-Mitglied Asmussen den Zeitraum mit „mehr als sechs und weniger als zwölf Monaten“ weitaus konkreter.² Herr Draghi hatte ursprünglich anscheinend dasselbe behauptet, später wurde diese Aussage jedoch von der EZB dementiert. „Ja, was denn nun? Und warum thematisieren wir das überhaupt?“, mag der eine oder andere Leser denken.

Die Kommunikation der Zentralbanken mit den Märkten ist absolut kritisch und war selten von so vielen Missverständnissen geprägt wie aktuell. Umso wichtiger wären klare und unmissverständliche Aussagen, aber wahrscheinlich ist man als Zentralbanker durch lange Jahre volkswirtschaftlicher

¹ „Der EZB-Rat erwartet, dass die Leitzinsen der EZB für längere Zeit auf dem gegenwärtigen oder einem niedrigeren Stand bleiben werden.“, Quelle: <http://www.ecb.int/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html>

² Quelle: <http://uk.reuters.com/article/2013/07/09/uk-ecb-asmussen-idUKBRE9680MR20130709>

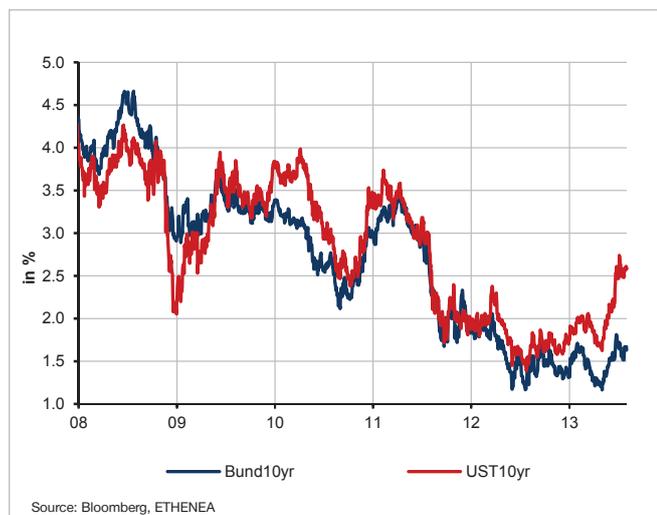


Arbeit nicht mehr darin geübt, eindeutige Statements zu formulieren. Makroökonomie ist nun wirklich keine klar abgesteckte Naturwissenschaft, sondern zählt, wie die Philosophie, zu den Geisteswissenschaften. Da wir uns derzeit im größten volkswirtschaftlichen Experiment der Neuzeit befinden und wir alle in diesem Experiment die Rolle der weißen Mäuse spielen, ist das Interesse der Märkte ausgesprochen hoch, zu erfahren, was denn die Intention der jeweiligen Zentralbank sein könnte. Die ausgeweitete Monetarisierung der Staatsschulden und die ultra-expansive Zinspolitik lassen sich scheinbar nur schwer umkehren, ohne größere Verwerfungen auf den Kapitalmärkten hervorzurufen.

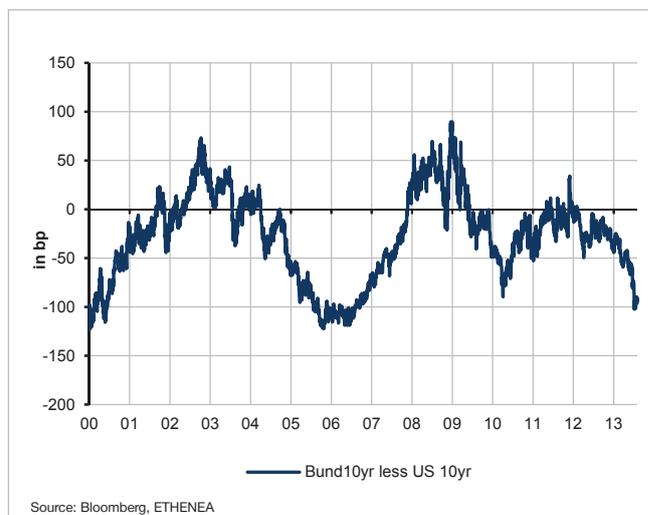
Die wenigsten Marktteilnehmer folgen direkt den Pressekonferenzen, sondern ziehen als Informationsgrundlage für ihre Investitionsentscheidungen nur Zusammenfassungen der Medien und/oder Interpretationen von Research-Analysten heran. Damit beginnt hier die Reihe der „Stillen Post“. Wegen des Überangebots an Medien und Analysen bemüht sich naturgemäß jeder Autor durch pointierte Statements um Aufmerksamkeit. Nur bedeutet *pointiert* in den seltensten Fällen auch „korrekt“. Insofern besteht nicht nur eine „Bring-

schuld“ der Zentralbanker, klar zu kommunizieren, sondern auch eine „Holschuld“ der Marktteilnehmer, sich eben genau dieser Kommunikation anzunehmen.

Wir von ETHENEA haben uns die Zeit genommen und den verschiedenen Aussagen „live“ zugehört oder zumindest die frei im Internet verfügbaren Mitschriften gelesen. Daher kommen wir zu dem Schluss, dass die kurzen Zinsen in unseren zwei Hauptmärkten, dem Euro- und dem Dollarraum, auf mindestens 1- bis 2-Jahressicht auf dem jetzigen sehr niedrigen Niveau bleiben werden. Auch vor dem Hintergrund der scheinbar besseren ökonomischen Lage der USA erscheint uns ein Zinsvorsprung von fast 1% zugunsten der US-Zinsen als äußerst attraktiv (siehe Grafiken 1 und 2). Konsequenterweise haben wir im Ethna-AKTIV E sowie im Ethna-GLOBAL Defensiv die Bruttobestände in USD-Zinspapieren zu Lasten von EUR-Zinsanlagen um 5% aufgestockt. Netto bleibt unser USD-Währungsrisiko in beiden Fonds bei ca. 10%, da wir unser Währungsrisiko zu sehr geringen Kosten über USD-Terminverkäufe unter Kontrolle halten können. Das Zinsdifferential im Geldmarkt, das den Preis des Hedge bestimmt, ist bis weit über ein Jahr



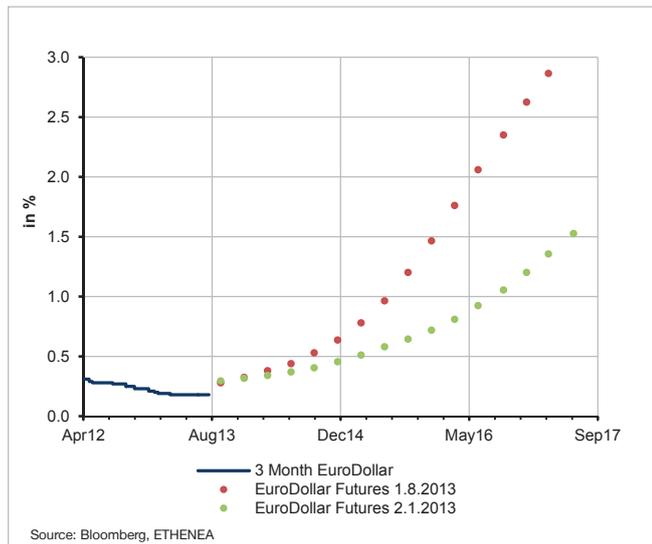
Grafik 1: Verlauf der Renditen der 10-jährigen Anleihen Deutschlands und der USA *



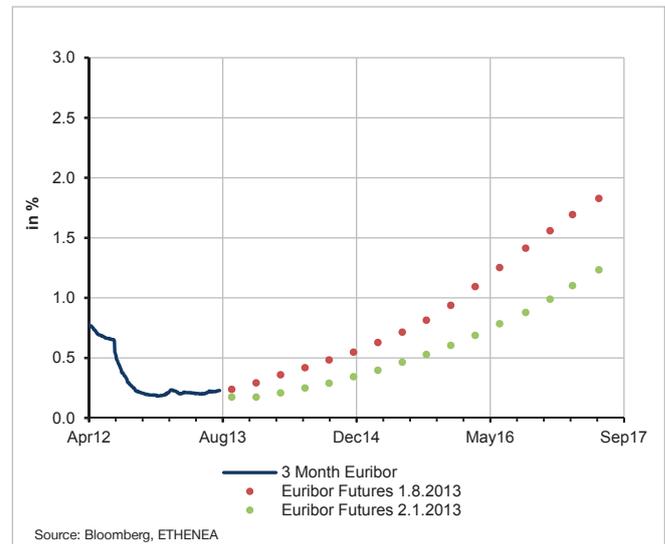
Grafik 2: Verlauf der Renditen der 10-jährigen Anleihen Deutschlands und der USA *

Laufzeit nur wenige Basispunkte groß. Die relativ hohe Gewichtung von USD-Papieren aufgrund des erhöhten Carry ist demnach sinnvoll – sofern man keine weitere drastische Ausweitung des Zinsdifferentials befürchtet. Aktuell ist

das Zinsdifferential besonders niedrig, jedoch haben sich die Markterwartungen, ausgedrückt über die jeweiligen Zinsfutures, im abgelaufenen Halbjahr signifikant geändert (siehe Grafiken 3 und 4).



Grafik 3: Verlauf des 3-Monats-Eurodollar-Zinssatzes und der zum jeweiligen Zeitpunkt implizierten 3-Monats-Zinsen *



Grafik 4: Verlauf des 3-Monats-Euribor-Zinssatzes und der zum jeweiligen Zeitpunkt implizierten 3-Monats-Zinsen *

Während vor den *tapering*-Äußerungen von Bernanke sowohl USD- als auch EUR-Märkte von einem sehr graduellen Anstieg des 3-Monatszinses ausgingen, haben sich mittlerweile die Erwartungen, vor allem für den USD, signifikant geändert. Aktuell nimmt der Markt an, dass innerhalb der nächsten vier Jahre der 3-Monatszins um fast 3% steigen wird. Im Euroraum beträgt die Erwartung allerdings lediglich etwas mehr als 1,5% – was sicherlich auch der Aussage der EZB zu verdanken ist, die Zinsen über einen längeren Zeitpunkt tief zu halten.

Um festzustellen, in welchem Zustand sich die US-amerikanische Wirtschaft befindet, sollte man sich nochmals näher mit dem Immobiliensegment befassen – etwas, das wir

regelmäßig tun. Wir haben jedoch nicht die Möglichkeiten der US-Administration, um die Berechnung der Bruttoinlandsproduktzahlen zu unseren Gunsten zu verändern. Diese hat mit Stichtag Ende Juli 2013 bei der Berechnung des BIP sogenannte *intellectual property products* rückwirkend mit einfließen lassen. Dazu werden unter anderem Produkte der Computerindustrie, der Forschung und Entwicklung sowie der Musikbranche gezählt. Ob das nun falsch oder richtig ist, mag dahingestellt sein. Denn der Verkauf dieser Produkte ging bereits zuvor in die Berechnung mit ein, hinzukommt jetzt noch deren Erstellung. In jedem Fall macht es das Leben der Administration einfacher, da hier auf wunderbare Weise über Nacht ungefähr 650 Milliarden USD an Wertschöpfung hinzugekommen sind. So wurden der Verschuldungsquotient

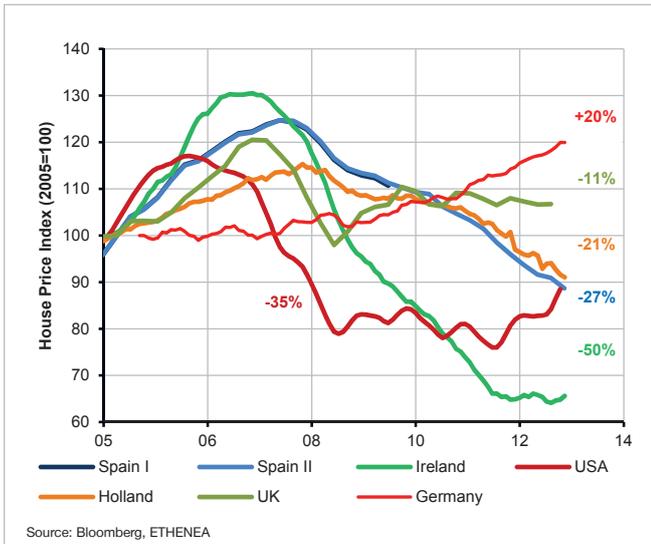
wie auch das Budgetdefizit des Landes gesenkt. Das Leben der Ökonomen wird dadurch komplizierter, denn nun kann man die BIP-Zahlen nicht mehr direkt miteinander vergleichen. Umfangreiche Umrechnungen sind zumindest solange notwendig, bis alle Länder den 2008 beschlossenen Standard für die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung umgesetzt haben – was bis 2014 geschehen soll. Nun aber zurück zum Immobilienmarkt.

Grafik 5 zeigt, dass sich der holländische Immobilienmarkt aktuell einen Wettlauf mit dem spanischen Markt liefert, welcher zuerst die 50%-Wertverlust-Marke des irischen Marktes einholt. Spanien verzeichnet eine Top/Bottom-Wertberichtigung von zurzeit -27%. Holland befindet sich dicht auf, bei -21%. Der englische Markt bewegt sich bei -11% seitwärts und der deutsche Markt scheint mit +20% aus seinem Dornröschen-Schlaf erwacht zu sein. Der US-Markt hingegen hatte seinen Tiefpunkt vor fast zwei Jahren, Ende 2011, bei -35% Wertberichtigung und ist seitdem um fast 17% gestiegen. Also alles wieder „hunkey dory“, wie unsere amerikanischen Freunde sagen würden, im Sinne von „alles Bestens“? Schließlich ist der US-Häusermarkt ein wichtiges Indiz für den Gesundheitsgrad der Volkswirtschaft.

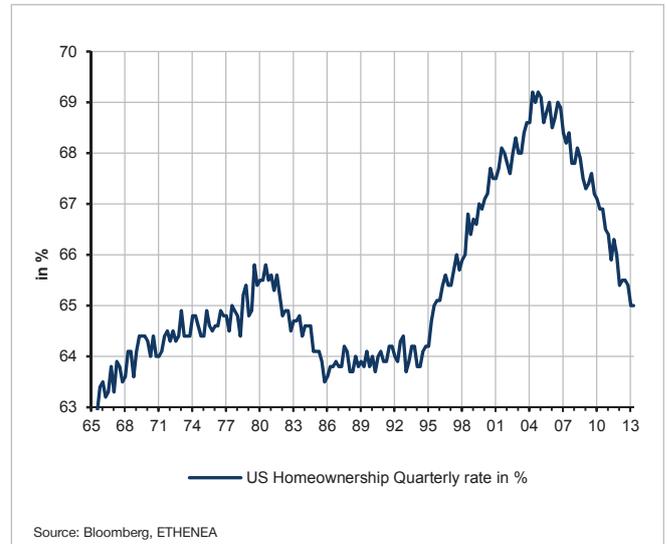
Ein Blick auf Grafik 6 sollte dem Leser zumindest ein Stirnrunzeln aufs Gesicht zaubern. Hier wird der Verlauf der Hauseigentümmerrate der letzten 50 Jahre abgebildet. Man kann erkennen, dass aktuell der Anteil der Bevölkerung mit Hauseigentum in den USA so niedrig ist wie zuletzt 1995. Des Weiteren kann man beobachten, dass der Höchststand von über 69% Ende 2006 erreicht wurde, quasi zu Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise.

Das Fallen der Hauseigentümmerrate von 2006 bis 2011 steht im Einklang mit dem Verlauf der US-Immobilienpreise in Grafik 5. Die Rezession hat zu vielen Zwangspfändungen der Immobilien durch die Banken geführt, was konsequenterweise einen Rückgang sowohl der Immobilienpreise wie auch der Hauseigentümmerrate mit sich brachte. Der seit 2011 zu beobachtende Anstieg der Preise hingegen lässt sich nicht so einfach erklären. Eine

mögliche Ursache könnte sich aus Grafik 7 ergeben, wo wir den absoluten Verlauf von Immobilien, die von Eigentümern bzw. Mietern bewohnt werden, gegenüberstellen. Seit Mitte 2006 ist die Zahl der von Eigentümern bewohnten Immobilien leicht rückläufig, während gleichzeitig die durch Mieter bewohnten Immobilien stark anstiegen und das, obwohl die Hypothekenzinsen spätestens seit dem Ankaufprogramm der FED 2012 auf ein Rekordniveau gesunken sind (siehe Grafik 8). Man kann durchaus einen als logisch empfundenen Zusammenhang zwischen Hypothekenfinanzierungssatzhöhe und Hypothekenanträgen erkennen – was die FED möglicherweise dazu bewegt hat, ihre *tapering*-Äußerungen zu relativieren. Die Vermutung liegt jedoch nahe, dass nicht etwa der übliche Hauskäufer in den USA seit 2011 die Hauspreise getrieben hat. Stattdessen hat es den Anschein, dass Finanzinvestoren im großen Stil Immobilien erwarben und die ultra-niedrigen Zinsen nutzten, um diese zu finanzieren und ihr Eigenkapital zu hebeln. Falls wir mit dieser Beobachtung Recht haben, stützt sich die Erholung am US-Häusermarkt, und damit quasi auch die Erholung der US-Wirtschaft, in großem Maße auf die niedrigen Zinsen, die bis vor drei Monaten in den USA zu verzeichnen waren. Damit haben die Qualität und vor allem das Momentum der Erholung einen ganz anderen Stellenwert und sind in Anbetracht der stark gestiegenen Zinsen mit einem Fragezeichen zu versehen. Wenn die Zinsen steigen und möglicherweise die Preise der Immobilien stagnieren oder gar fallen, ist es sicherlich anders zu bewerten, ob ein Finanzinvestor oder ein Hauseigentümer das Haus bzw. die Wohnung besitzen. Ersterer ist notwendigerweise an Quartalergebnissen interessiert, während Letzterer keine ständige Neubewertung seiner selbstgenutzten Immobilien benötigt. Wenn man dann noch in einer renommierten Zeitung liest, dass die Wallstreet an strukturierten Produkten arbeitet, die nicht Hypotheken, sondern Mieten verarbeiten, um sie dann in Tranchen zu verkaufen – dann muss man kein Weltuntergangsprophet zu sein, um ein Déjà-Vu zu haben. Wir drücken die Daumen, dass die Aufsichtsbehörden dieses Mal frühzeitig entsprechende Kapitalanforderungen stellen und die Rating-Agenturen diese sorgfältig prüfen, *bevor* sie ein Votum abgeben.



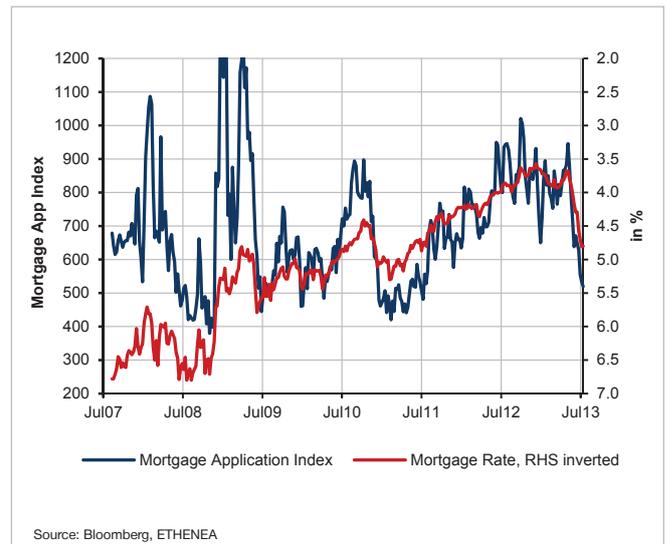
Grafik 5: Verlauf der unterschiedlichen Immobilienindizes mit der in Prozent angegebenen bisherigen Wertveränderung vom Höchst- zum Tiefststand



Grafik 6: Hauseigentümmerrate der USA, offizielle Daten des US Census Bureau



Grafik 7: Wohnungseinheiten bewohnt von Eigentümern (linke Skala) bzw. Mietern (rechte Skala)



Grafik 8: Immobilienfinanzierungsanträge (linke Skala) und der durchschnittliche Zinssatz für eine 30-jährige Hypothek (rechte Skala invertiert) *

Es besteht damit die Möglichkeit, dass die anscheinend stärkere Entwicklung der US-Wirtschaft im Vergleich zur Eurozone möglicherweise nicht so robust ist, wie man vielleicht annehmen könnte. Und damit wäre auch der Renditeunterschied von fast 1% im 10-Jahres-Laufzeitsegment nicht gerechtfertigt, sondern müsste vielmehr schrumpfen.

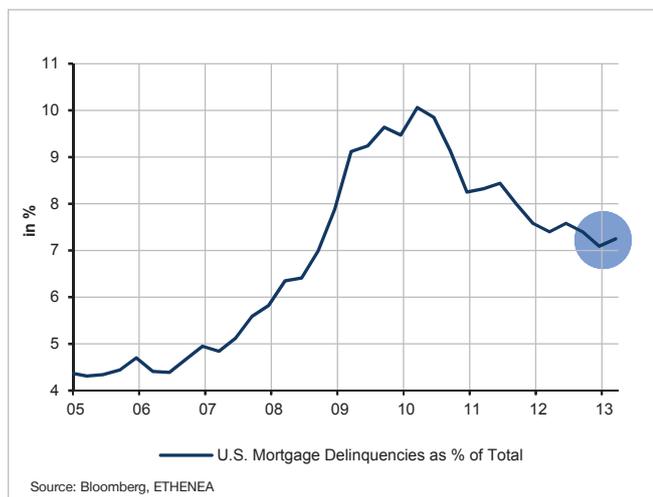
Grafik 9 zeigt den leichten Anstieg in den Ausfällen bei den Hypothekendarlehen im letzten Berichtsmonat – den man zwar nicht überbewerten sollte, der allerdings insofern beachtenswert ist, als im März 2013 die Zinsen noch auf Rekordtiefststand waren. Wir werden genau beobachten, wie sich diese Zeitreihe mit dem seither um 100 Basispunkte gestiegenen Refinanzierungssatz weiter entwickelt.

Grafik 10 zeigt die Entwicklung der Arbeitslosenangebote, die auf den ersten Blick ermutigend scheint. Jedoch verdeutlicht

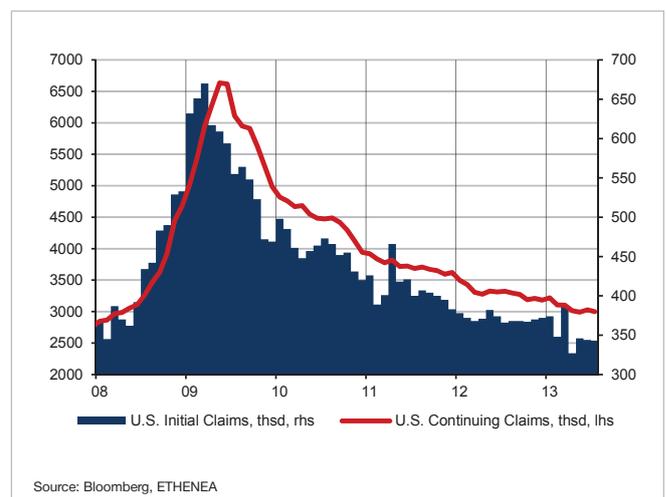
Grafik 11, dass viele Stellen lediglich aus Teilzeitstellen bestehen. Diese sind in der Regel nicht so gut bezahlt. Deshalb überrascht in Grafik 12 nicht wirklich, dass sich das Pro-Kopf-Real-Einkommen in den USA auf einer 5-Jahres-Basis mit -5% auf dem stärksten Rückgang seit Beginn der Zeitreihe vor 50 Jahren befindet.

Der Durchschnittsamerikaner wird immer ärmer.

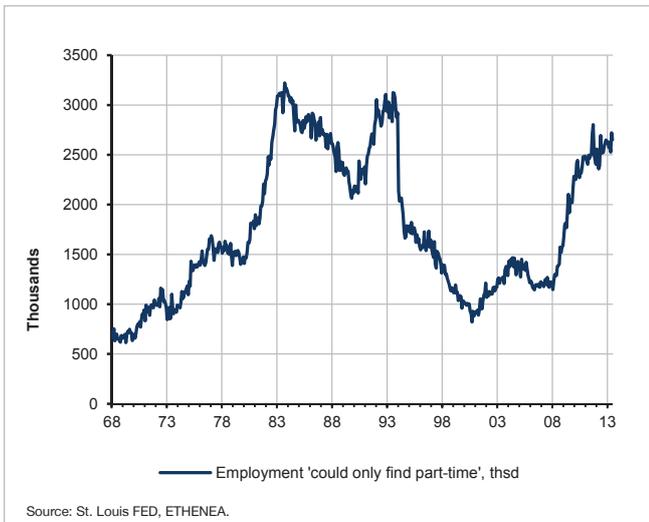
Ob und vor allem, wann sich die FED in der Lage sehen könnte, im aufgezeigten Umfeld mit Zinserhöhungen zu beginnen, steht unserer Meinung nach völlig in den Sternen. Die eingangs erwähnten, durch Zinsfutures implizierten, 3% in weniger als vier Jahren erscheinen aus der jetzigen Perspektive recht unwahrscheinlich.



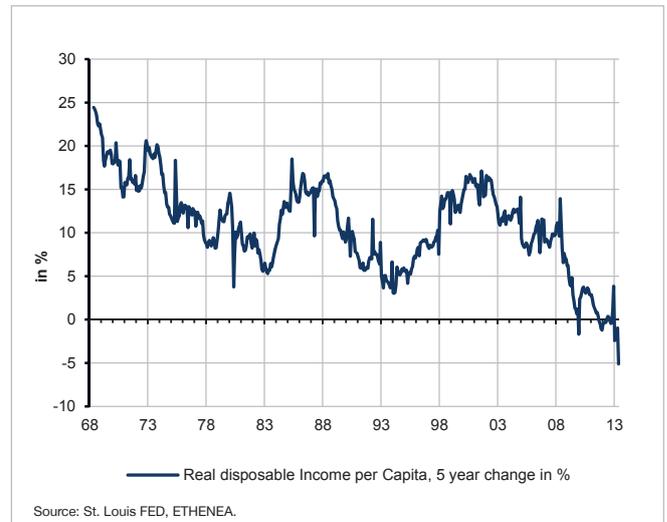
Grafik 9: Hypothekenausfälle als Prozentsatz der ausstehenden Hypotheken



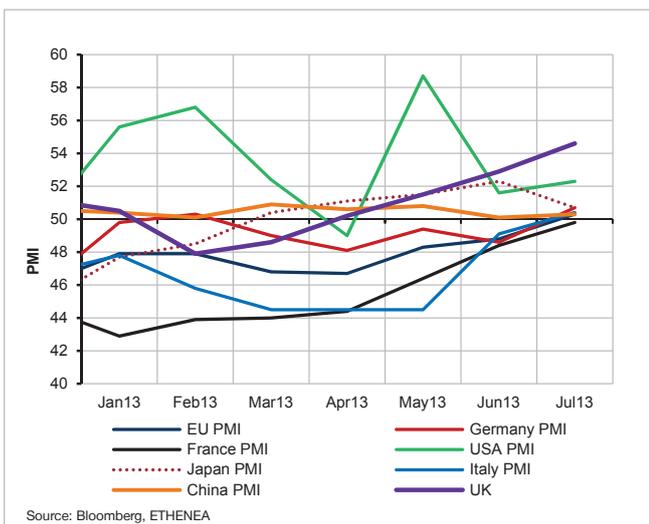
Grafik 10: US-Arbeitslose, Erstanträge (rechte Skala) vs. Wiederholungsanträge (linke Skala) *



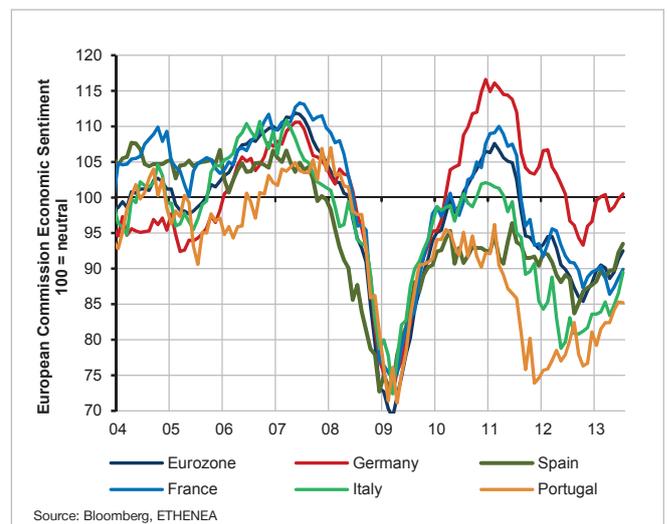
Grafik 11: US-Arbeitnehmer, die nur Teilzeitbeschäftigung finden konnten



Grafik 12: 5-Jahres-Änderungsrate des realen Pro-Kopf-Einkommens



Grafik 13: Einkaufsmanagerindizes ausgewählter Länder



Grafik 14: Wirtschaftsstimmungs-Indikatoren

Ein kurzer Blick auf die letzten Daten der Einkaufsmanager-Indizes (Grafik 13) sowie der Wirtschaftsstimmungs-Indikatoren der Europäischen Kommission (Grafik 14) zeigt schnell, dass sich die Stimmung nicht nur in den USA sondern auch in Europa verbessert hat. Das zeigt sich unter anderem in den positiven Entwicklungen an den Aktienmärkten. Neben dem Dax haben auch die übrigen europäischen Aktienindizes im abgelaufenen Monat positiv abgeschlossen (siehe Grafik 15).

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass bei weitem nicht alles Gold ist, was glänzt – aber ebenso wenig sollte man zum Schwarzmaler werden. Die wirtschaftliche Entwicklung auf beiden Seiten des Atlantiks ist in keinster Weise vorherbestimmt und die Wendepunkte lassen sich immer erst im Nachhinein einfach erkennen. Wir haben unsere Portfolios robust strukturiert und stehen bereit, schnell auf Neuentwicklungen zu reagieren.

Positionierung der Ethna Funds

Ethna-AKTIV E

Um dem volatilen Umfeld an den Zinsmärkten gerecht zu werden, wurde die Modified Duration des Fonds auf aktuell 2,63 zum Monatsultimo weiter verkürzt. Während des abgelaufenen Monats war diese allerdings zeitweise auch größer. So wurde Anfang des Monats die Short-Position in 10-jährigen Treasuries geschlossen, um der großen Diskrepanz zwischen EUR- und USD-Zinsen Rechnung zu tragen. Gleichzeitig wurden die attraktiven Carry-Opportunitäten im USD-Bereich genutzt, indem der Brutto-Anteil an USD-Anleihen um fast 5% erhöht wurde – wobei das Währungsrisiko konsequent abgesichert wurde. Um die Volatilität weiter niedrig zu halten, wurde erst in den letzten zwei Juliwochen der Hedge in 10-jährigen Treasuries wieder aufgebaut.

Die Aktienquote stieg minimal auf 22,5%. Im Fokus der Käufe stand der Banken- und Versicherungssektor, weshalb das Exposure um insgesamt 0,7% erhöht wurde. Die US-amerikanischen sowie die europäischen Banken profitierten von guten Quartalsergebnissen. Ebenfalls zugekauft wurde im Nahrungsmittel-Sektor, wo – nach den enttäuschenden Zahlen im Frühling – eine Konsolidierung wieder attraktive Möglichkeiten bot. Um Gewinne zu realisieren, wurde das Exposure im Pharma-Sektor abgebaut (-1%).

Ethna-GLOBAL Defensiv

Analog zum Ethna-AKTIV E haben wir den relativ starken Anstieg der 10-jährigen US-Zinsen genutzt und gezielt Opportunitäten im USD-Markt wahrgenommen. Auch wurde die Modified Duration schrittweise dem neuen Zinskurvenverlauf angepasst, auf aktuell 4,18 zum

Monatsultimo. Im Gegensatz zum Ethna-AKTIV E wurde jedoch die Währung (USD) nicht abgesichert, vielmehr stieg sie entsprechend dem Bruttoexposure auf 9,7%. Einhergehend mit der höheren Duration dient diese Position dazu, kurzfristige Zinsbewegungen abzufedern und eine geringe Volatilität zu gewährleisten.

Die Aktienquote wurde um weitere 0,9% abgebaut und liegt aktuell bei 5,2%. Im Fokus der Verkäufe lagen der Banken-Sektor (-0,4%) sowie der Pharma-Sektor (-0,6%). Hier nutzten wir ebenfalls die Marktlage, um speziell bei den amerikanischen Pharma-Aktien Gewinne zu realisieren.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Die Aktienquote wurde wieder erhöht und liegt jetzt bei 60,4%. Ein Schwerpunkt der Käufe lag auf dem Finanzsektor (+1%). Wie die Ergebnisse des zweiten Quartals zeigten, profitieren die Banken von einem verbesserten Umfeld, speziell in den USA. Wir gehen davon aus, dass die lockere Geldpolitik der Notenbanken, welche die Kreditvergabe sowie den Häusermarkt unterstützt, auch weiterhin einen positiven Einfluss ausüben wird. Zudem haben wir erneut europäische Versicherungsaktien gekauft, nachdem der Sektor durch die Flutkatastrophe in Deutschland unter Druck geraten war. Um Gewinne zu realisieren, wurde das Exposure zum Pharma-Sektor reduziert (-2,5%).

Im Ethna-GLOBAL Dynamisch haben wir die Gelegenheit wahrgenommen, dem Portfolio in kleinen Mengen günstige USD-denominierte Anleihen beizumischen. Die Duration des Rentenportfolios wurde marginal weiter verkürzt, um die Volatilität bei gleichzeitig gesteigertem Aktienexposure niedrig zu halten.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	96.26	1.3276	1.2326	0.8748	130.53	1.48127	7.8615	1.36586	2.5755	8.1435
-1m	1.3%	2.1%	0.2%	2.1%	1.1%	3.9%	-0.8%	-0.2%	2.5%	2.0%
ytd	5.2%	0.6%	2.1%	7.7%	14.2%	16.5%	7.2%	4.0%	9.4%	-0.8%

Germany Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.152	0.652	1.67	152	114	456	141	217
-1m	-4	-8	-6	-2	-5	-20	-27	-42
ytd	17	36	35	19	-4	-26	0	-18

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	91	69	-87	56	41	38	214	298	472	839	223
-1m	76	72	-88	62	43	39	222	304	472	925	238
ytd	44	51	-53	68	43	18	249	395	570	1,058	689

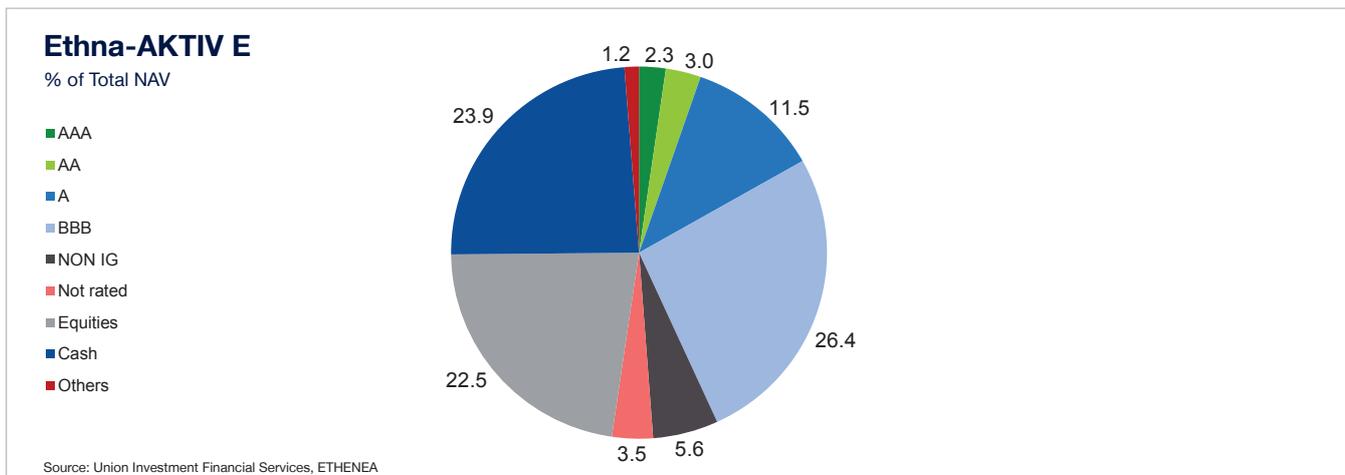
Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	8,275.97	15,499.54	2,768.15	3,992.69	6,621.06	13,668.32	1,993.799
-1m	4.0%	4.0%	6.4%	6.8%	6.5%	-0.1%	0.7%
ytd	8.7%	18.3%	5.0%	9.7%	12.3%	31.5%	-12.1%
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	14.0	14.9	16.2	16.9	17.2	24.0	10.7
-1m	2.7%	3.6%	2.5%	8.0%	7.6%	-4.6%	0.7%
ytd	8.0%	17.2%	7.1%	19.4%	-2.0%	14.4%	-13.9%

Grafik 15: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende) *

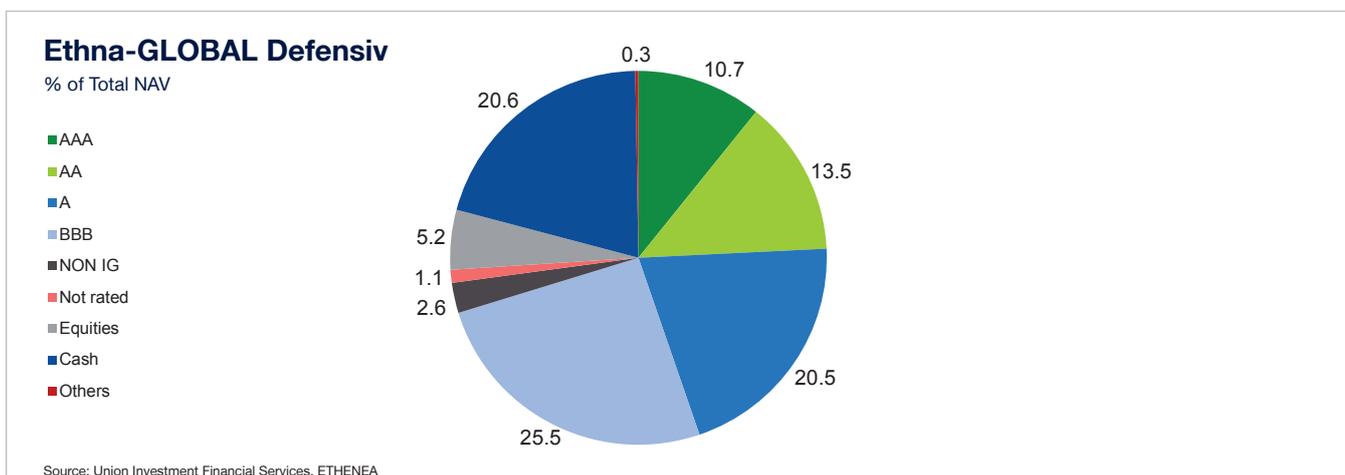
Weitere Detailinformationen finden Sie unter [diesem Link](#).

Date	Fund	Yield p.a.	Rating is between		Mod-Duration	Current yield p.a.	Mod-Duration -nur Bonds-
31/07/13	Ethna-AKTIV E	4.43%	BBB	BBB+	2.63	4.39%	5.62
31/07/13	Ethna-GLOBAL Defensiv	3.81%	A-	A	4.18	3.96%	5.70
31/07/13	Ethna-GLOBAL Dynamisch	3.50%	BBB	BBB+	0.95	4.11%	3.86

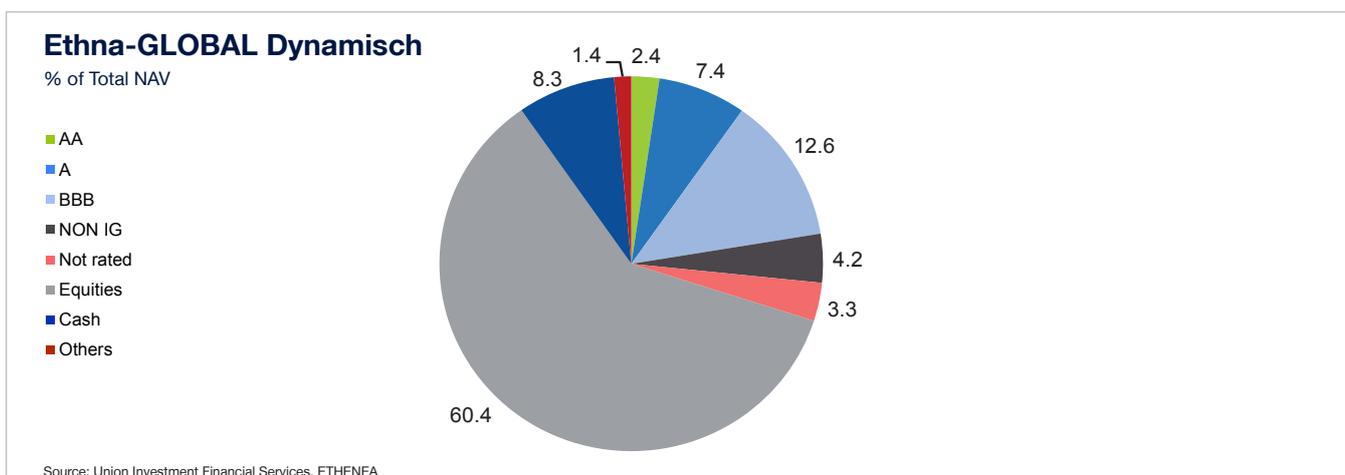
Grafik 16: Kennzahlen der Ethna Funds zum Monatsende *



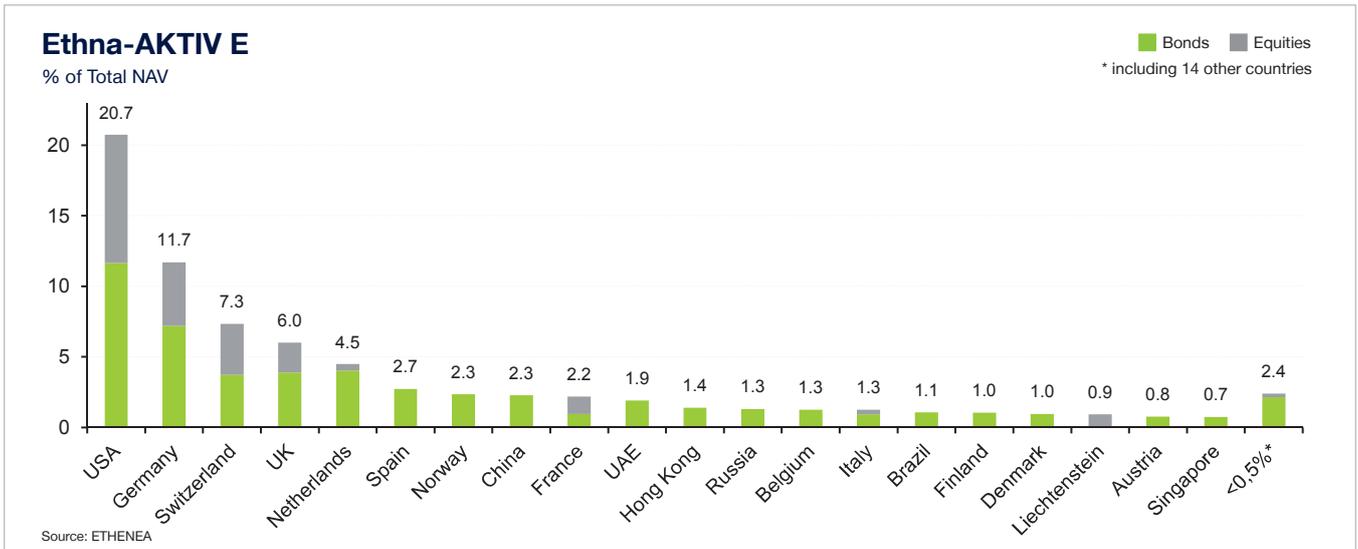
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating *



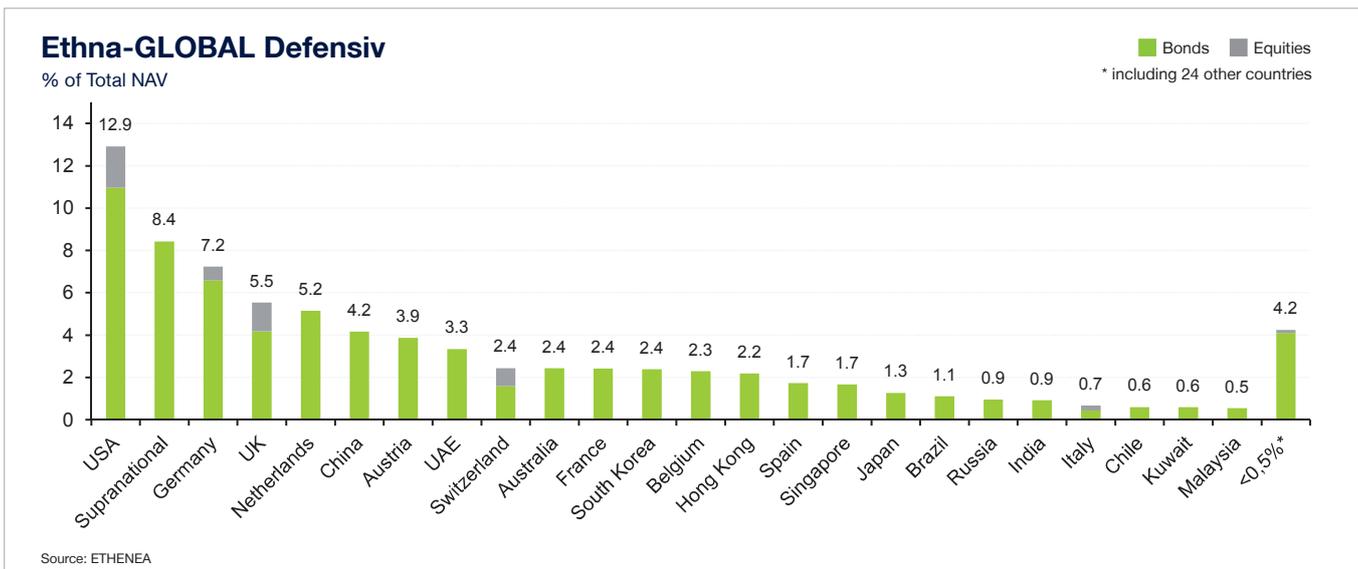
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating *



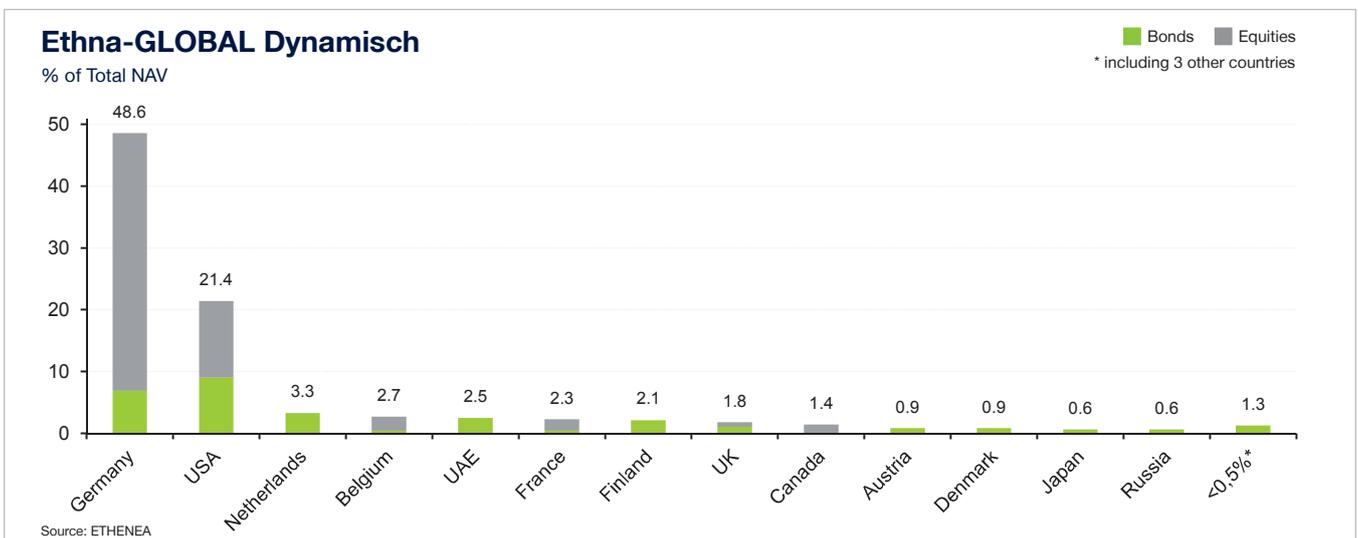
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating *



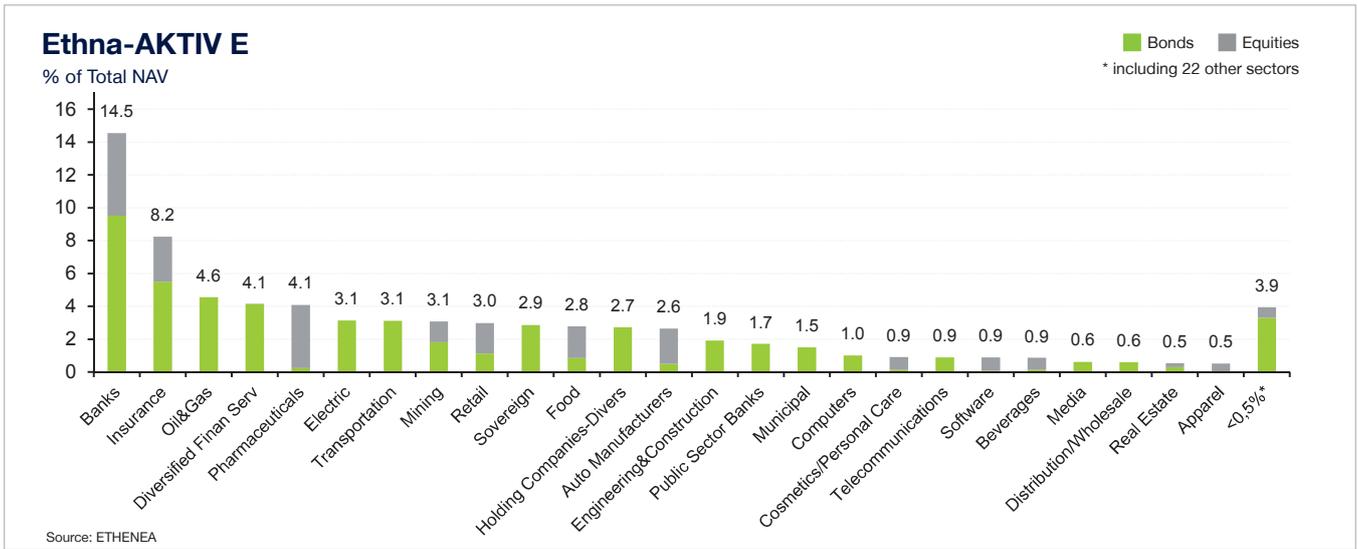
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft *



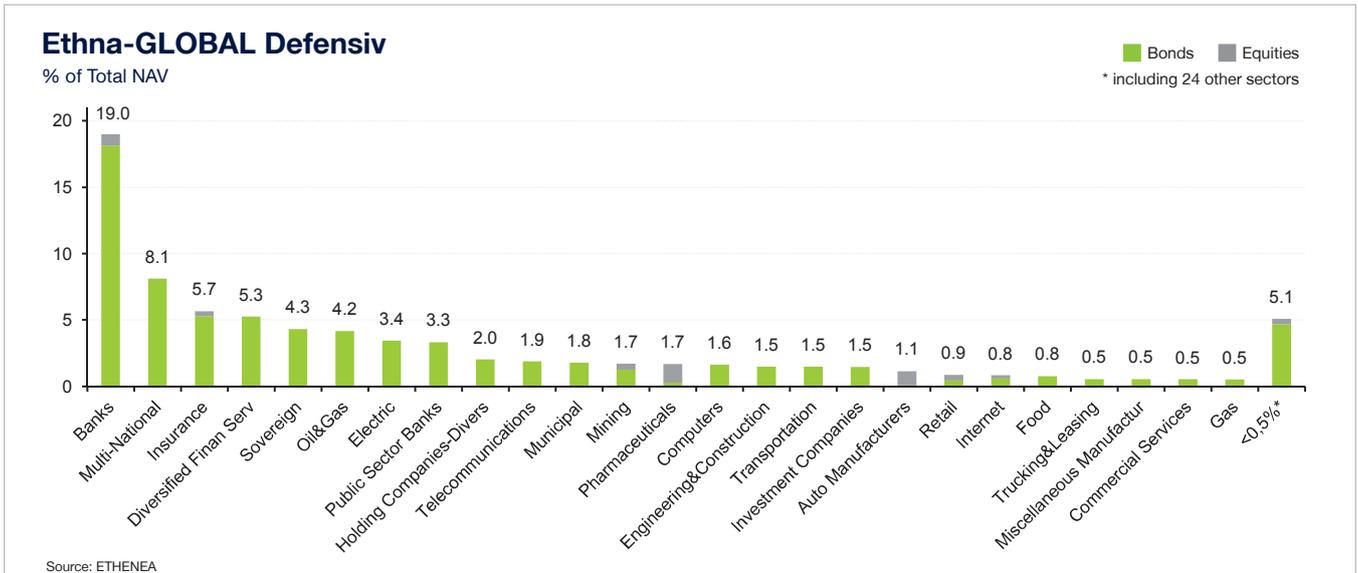
Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft *



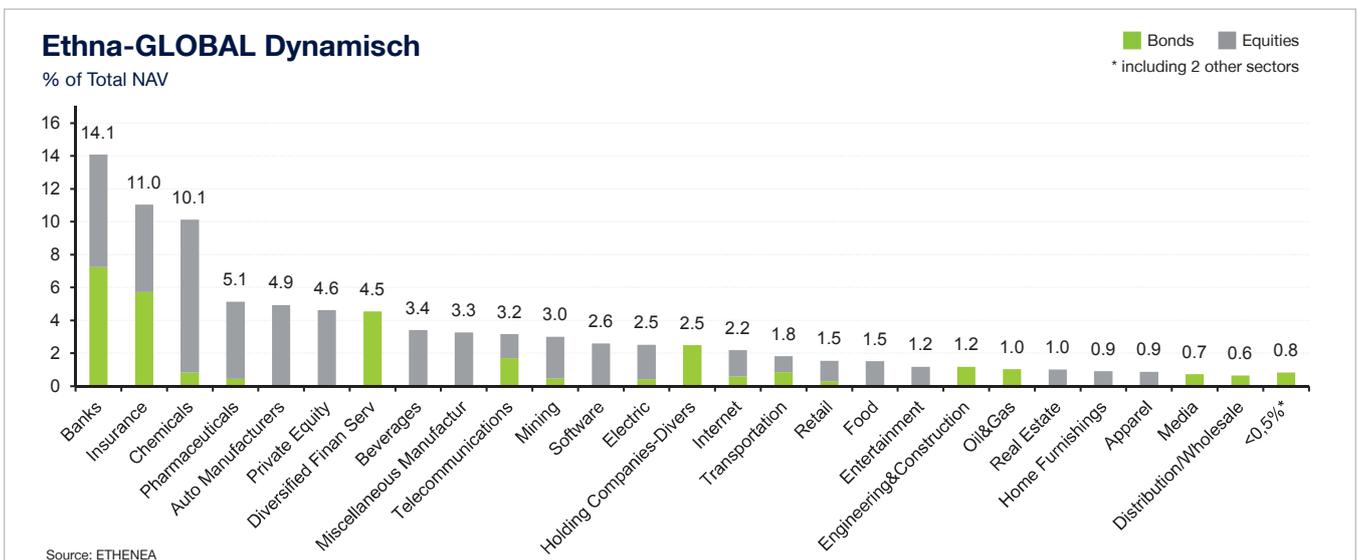
Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft *



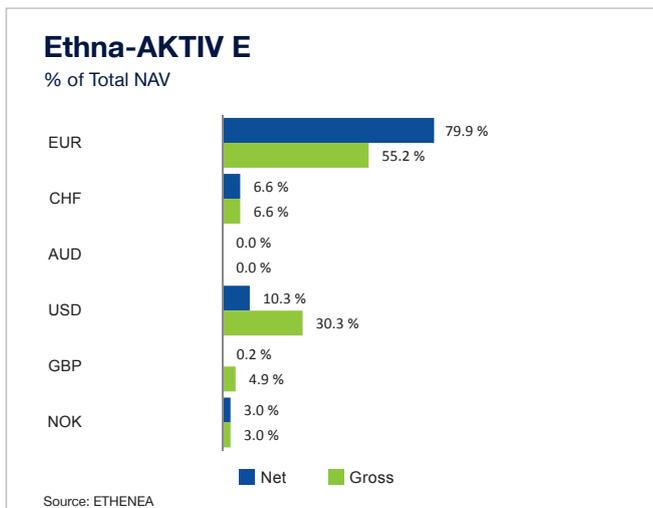
Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche *



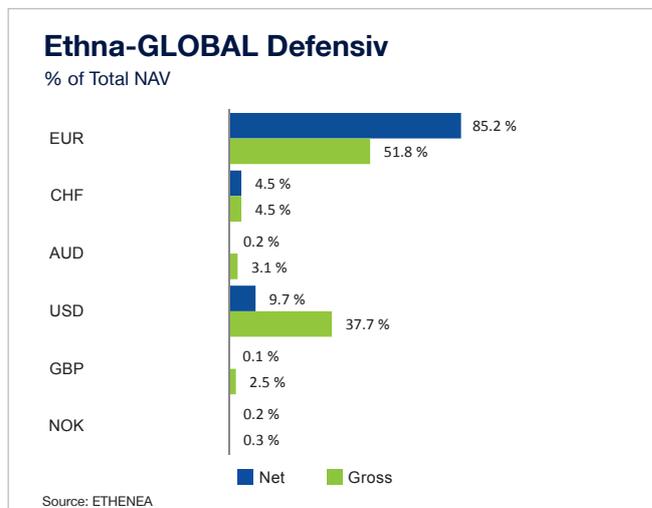
Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche *



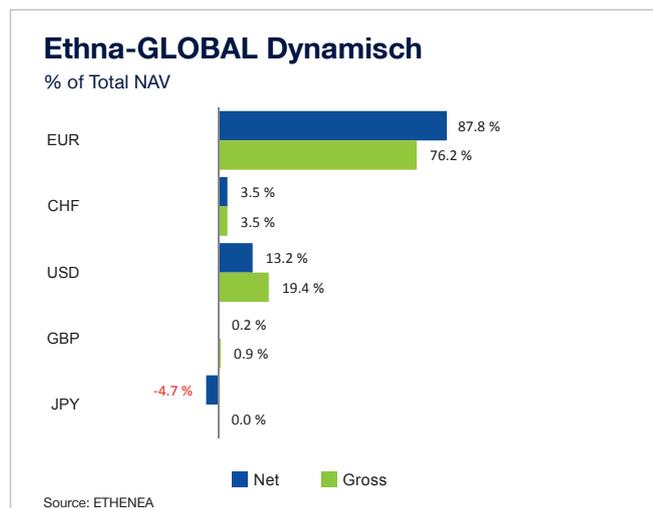
Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenbranche *



Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Währungen *



Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Währungen *



Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Dynamisch** nach Währungen *

* Hinweis: Die Zahlenschreibweise in den Grafiken entspricht der englischen Schreibweise.



ETHENEA
managing the Ethna Funds



Das Fondsmanagement:

Guido Barthels (Autor)
Luca Pesarini
Arnoldo Valsangiacomo

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

ETHENEA Independent Investors S.A.
9a, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone +352 276 921 10 · Fax +352 276 921 99
info@ethenea.com · www.ethenea.com



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, 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, 31.07.2013.