

MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

Das *Hotel California* der Kreditmärkte



© Paul Hill - Fotolia.com

Den Märkten für Unternehmensanleihen bzw. Corporate Bonds geht es gut. Vielleicht schon zu gut – so gut, dass sie möglicherweise bald überschnappen. Was allerdings nicht bedeutet, dass wir schon das Ende der Fahnenstange erreicht haben. Unter bestimmten Voraussetzungen kann die Einengung der Aufschläge im Kreditmarkt durchaus noch weitergehen (Grafik 1) und mitnichten soll dieser Kommentar ein Petitum gegen die Unternehmensanleihen-Märkte darstellen (der regelmäßige Leser würde ihm Derartiges auch nie unterstellen). Mit Blick auf Grafik 2 kann sich der Autor allerdings dem Eindruck nicht verwehren, dass die *Not Rendite zu kaufen* bei dem einen oder anderen Anleger dazu geführt hat, die Vorsicht nicht mehr an die vorderste Stelle seines Investitionsprozesses zu stellen.

Die historische Ausfallwahrscheinlichkeit eines A-gerateten Corporates, gemessen an einem Zeitraum von 10 Jahren, liegt bei 1,6%. Bei einem BB-Kredit beträgt sie über 15%, also fast zehnmal so viel. Ob die aktuellen zusätzlichen 200 Basispunkte gegenüber einem A-Kredit einen Investor ausreichend kompensieren, mag bezweifelt werden. Wenn man des Weiteren davon ausgeht, dass High Yield-Anleihen

1976 sangen die Eagles vom *Hotel California* – einem Ort, der seine Gäste nie wieder gehen lässt. Ähnlich präsentieren sich derzeit die Anleihenmärkte: wie ein Raum, in den man leicht hineingelangt, den man aber nur schwer verlassen kann.

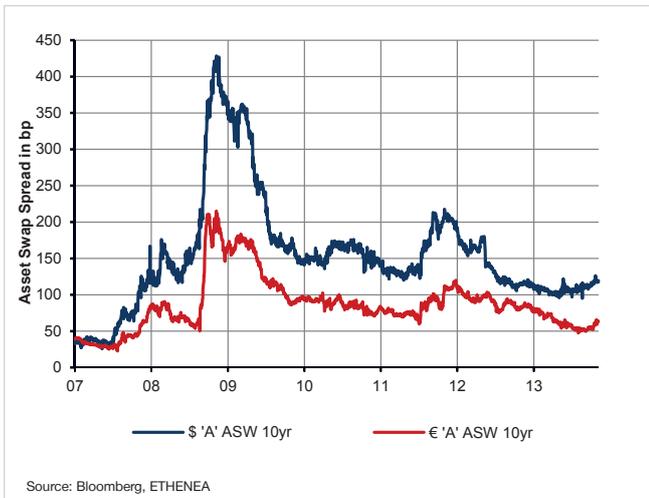
nicht die Liquidität von Investment Grade-Anleihen besitzen, bekommt man eine ungefähre Vorstellung von den Befürchtungen des Autors. Betrachten wir dazu die folgenden Textzeilen aus dem genialen Song *Hotel California* der US-Band *The Eagles* aus dem Jahr 1976:

*Last thing I remember, I was
running for the door.
I had to find the passage back
to the place I was before.
„Relax“, said the night man,
„we are programmed to receive.
You can check out any time you like,
but you can never leave!“¹*

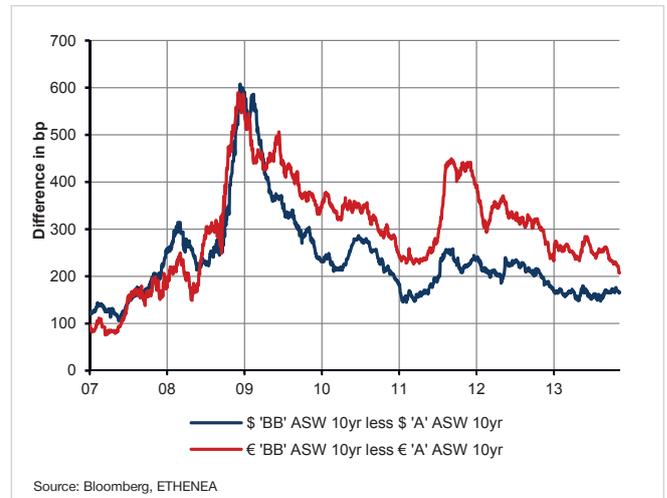
Der Autor hat die Befürchtung, dass wir uns aktuell in einem solchen *Hotel California* für Kredite befinden – einem Markt, in den man leicht hineinkommt, den man jedoch nur sehr schwer wieder verlassen kann.

¹ Frei übersetzt: Das Letzte, woran ich mich erinnere, ist, dass ich Richtung Tür rannte./ Ich musste den Weg zurück zu dem Ort finden, wo ich vorher war./ „Entspannen Sie sich“, sagte der Nachtportier, „wir sind [nur] darauf eingestellt, zu empfangen. Sie können zwar jederzeit auschecken, aber Sie können niemals fortgehen!“





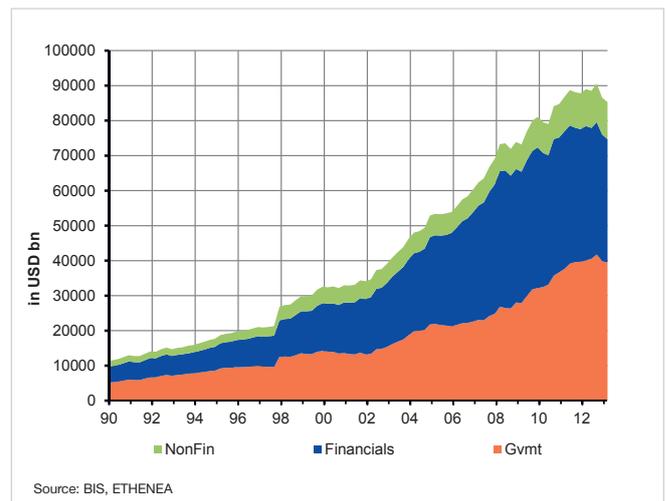
Grafik 1: Veränderung der Kreditaufschläge für USD- und EUR-denominierte Anleihen im 10-Jahres-Segment mit A-Rating



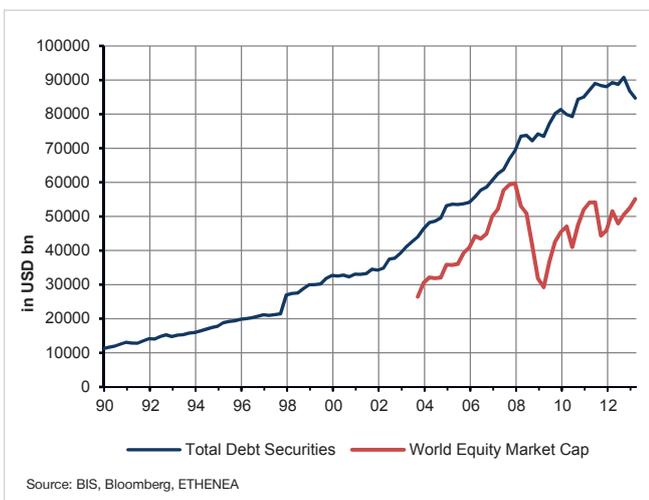
Grafik 2: Differenz zwischen den Kreditaufschlägen für USD- und EUR-denominierte Anleihen im 10-Jahres-Segment mit A-Rating und BB-Rating

Grafik 3 zeigt, dass die absolute Größe der Anleihenmärkte mit fast 90.000 Milliarden USD keinen Liquiditätsengpass präsentiert. Selbst der geringe Anteil der Unternehmensanleihen von 13% dieser Summe macht noch ein Volumen von respektablen 10.000 Milliarden USD aus. Grafik 4 vergleicht die Größen der globalen Anleihen- und Aktienmärkte – ein Vergleich, der deutlich zugunsten der Anleihen ausfällt. Der eben erwähnte USD-Markt für Unternehmensanleihen macht umgerechnet übrigens fast ein Fünftel der gesamten Aktienmärkte aus, was nicht gerade wenig ist.

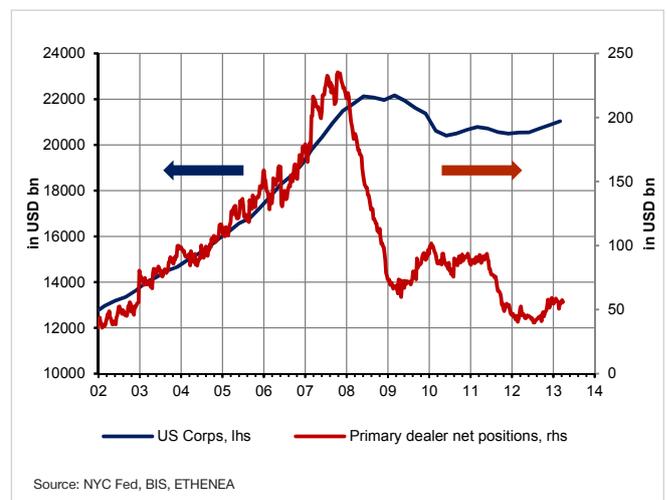
Die Bauchschmerzen des Autors rühren allerdings besonders von den Erfahrungen und Schlussfolgerungen, die sich aus Grafik 5 ergeben. Hier wird der Markt für US-Unternehmensanleihen (Finanz- und Nichtfinanztitel) ins Verhältnis zu den Nettohandelspositionen der US Primary



Grafik 3: Größenentwicklung der globalen Rentenmärkte nach Segmenten



Grafik 4: Vergleich der Größenentwicklung der globalen Aktien- und Anleihenmärkte



Grafik 5: Größe des US-Anleihenmarkts (linke Skala) und Netto-Handelspositionen der US Primary Dealer in US-Unternehmensanleihen (rechte Skala)

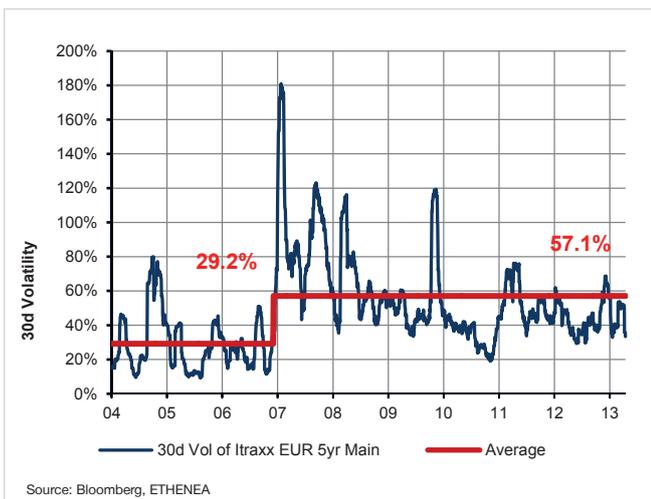
Dealer gesetzt. Die Primary Dealer in den USA müssen der US-Notenbank wöchentlich ihre Handelsbestände mitteilen, daher haben wir Zugriff auf die entsprechenden Daten. Man kann unschwer feststellen, dass der Gesamtmarkt seit 2007 in seiner Größe mehr oder minder konstant geblieben ist, während die Handelspositionen auf ein Fünftel ihres Umfangs geschrumpft sind. Die Gründe hierfür sind offensichtlich: Zum einen ist der Risikoappetit der Banken seit der von ihnen ausgelösten Krise erheblich gesunken, zum anderen sind die Eigenkapitalanforderungen an die Banken gestiegen. Obwohl hier nur Daten eines Marktsegments betrachtet werden, lassen sich die Erkenntnisse ohne viel Phantasie auch auf den europäischen Markt extrapolieren. Die Erfahrung zeigt, dass die Liquidität in Phasen steigender Renditen bzw. steigender Kreditaufschläge äußerst bescheiden ist. Die allermeisten Banken haben nur noch ein sehr kleines Handelsbuch und sind daher höchstens unvollkommene Liquiditätspuffer, die in früheren Zeiten den Abwärtsdruck auf die Preise reduzieren konnten. Gerade der *Nicht-Solva-0*-Markt (der Teil der Anleihenmärkte, der mit Eigenkapital unterlegt werden muss) ist hiervon betroffen. Er gleicht einem Raum mit einer Eingangs- und einer nur sehr kleinen Ausgangstür, die schnell verstopft ist – ähnlich wie im *Hotel California*. Staatsanleihen oder Anleihen von staatlichen oder überstaatlichen Agenturen tangiert er allerdings nicht.

Dieser Strukturbruch im Handelsverhalten der Banken zeigt sich auf verschiedenliche Weise. Grafik 6 bildet beispielsweise die 30-Tage-Volatilität des Kreditindex ITRAXX

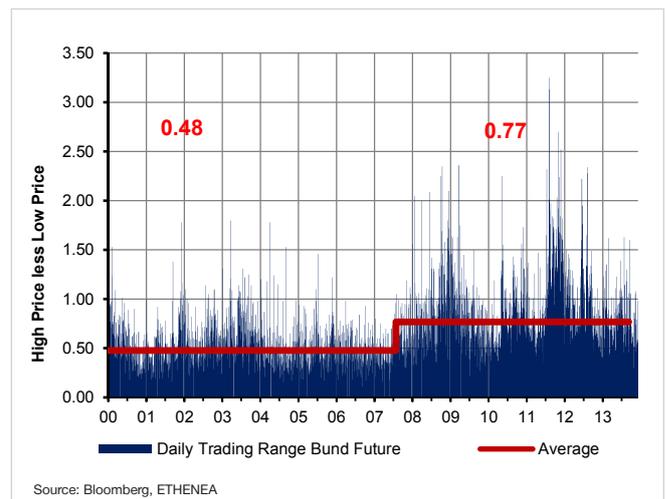
ab, die sich seit 2007 im Durchschnitt von 29% auf fast 60% verdoppelt hat. Die Ursache liegt zum einen sicherlich an den höheren Schwankungen der zugrundeliegenden Kreditpapiere, zum anderen jedoch an der zunehmenden Absicherungstätigkeit der Marktteilnehmer, die ihre Bestände nicht mehr verkaufen können oder wollen und daher Hedge-Strategien fahren. Ähnliches lässt sich an der Explosion der täglichen Handelsspanne des Bund Future ablesen, die um 60% von durchschnittlich 0,48 auf 0,77 gestiegen ist (Grafik 7).

Wenn man nun die durchaus wahrscheinliche Annahme trifft, dass im aktuellen Niedrigzinsumfeld nicht nur erfahrene Unternehmensanleiheinvestoren involviert sind sondern auch Investoren, die möglicherweise Liquiditätsengpässe in dieser Form nicht erwarten, dann sollte man mit seinen eigenen Engagements besonders vorsichtig sein und eben solche Engpässe antizipieren – d. h., auf den Punkt gebracht, frühzeitig Gewinne mitnehmen oder, noch griffiger: *sell when you can and not when you must*.

Ob es zu einer baldigen Trendumkehr sowohl bei den Renditeniveaus wie auch bei den Kreditaufschlägen der Unternehmensanleihen kommt, hängt eher vom makroökonomischen Umfeld ab. Technische Korrekturen hingegen können durch Kleinigkeiten ausgelöst werden und gerade gegen Jahresende haben wir bereits des Öfteren Marktbewegungen beobachtet, die durch den sprichwörtlichen *Flügel Schlag eines Schmetterlings in China* ausgelöst wurden und unsere Portfolien dementsprechend angepasst.



Grafik 6: Annualisierte 30-Tage-Volatilität des Kreditindex ITRAXX Euro über 5 Jahre *

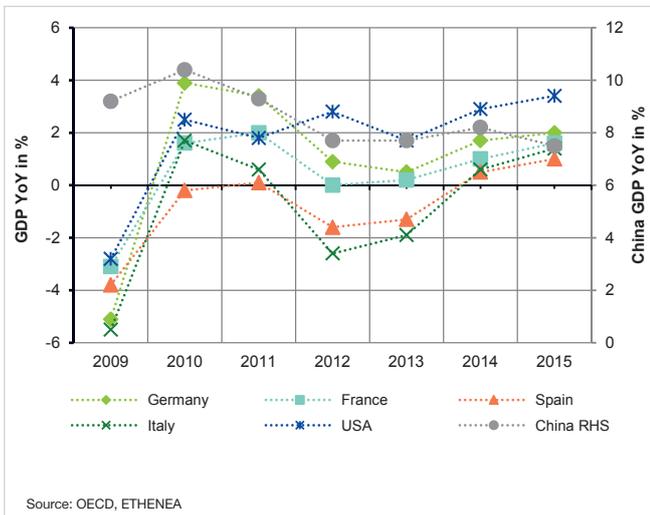


Grafik 7: Tägliche Handelsspanne des Bund Future *

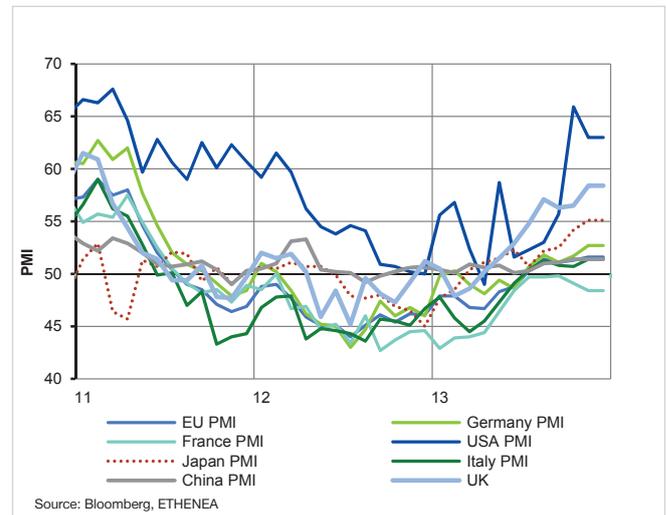
Das eben erwähnte makroökonomische Umfeld sieht letztlich nicht so schlecht aus. Die OECD prognostiziert ordentliche Wachstumsraten (Grafik 8), welche auch die Rezession in Südeuropa hinter sich lassen. Ebenso haben sich die Einkaufsmangerindizes dieses Jahr stetig verbessert und liegen aktuell, mit Ausnahme Frankreichs, durchweg im expansiven Bereich über 50 (Grafik 9). Aufgrund einer Kombination aus Erwartungen und aktueller Situationsbeobachtung ist außerdem der IFO Index nach einem mehrmonatigen unklaren Verhalten wieder deutlich in den Boom-Quadranten des IFO-Kompasses gedriftet (Grafik 10). Deutschland scheint sich weiterhin auf solidem Wachstumskurs zu befinden. Auch Gesamt-Europa zeigt anhand des Wirtschaftsstim-

mungsindicators der Europäischen Kommission (Grafik 11) eine stetige Verbesserung der Lage. Alle weichen Indikatoren deuten damit fortlaufend auf einen Aufschwung hin.

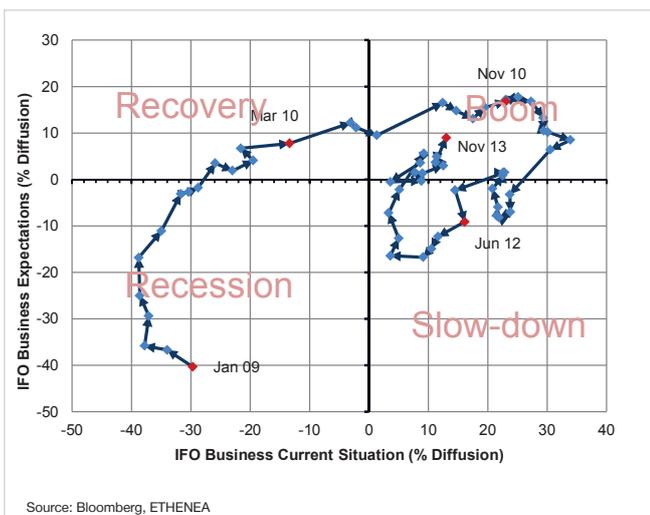
Die Probleme sind vielmehr, wie bereits im letzten Marktkommentar erwähnt, auf der Inflationsseite auszumachen. Entgegen den typisch deutschen Vermutungen, die Inflation liege zu *hoch*, sind die aktuellen Werte eher zu *niedrig*. Auch wenn die OECD für die dargestellten Länder keine Deflation voraussagt (Grafik 12), sind die meisten Prognosen dennoch signifikant von der *gesunden* 2%-Inflation entfernt, welche viele Zentralbanken als offizielles oder inoffizielles Ziel verfolgen. Grafik 13 zeigt, dass im Oktober 2013 kein einziges



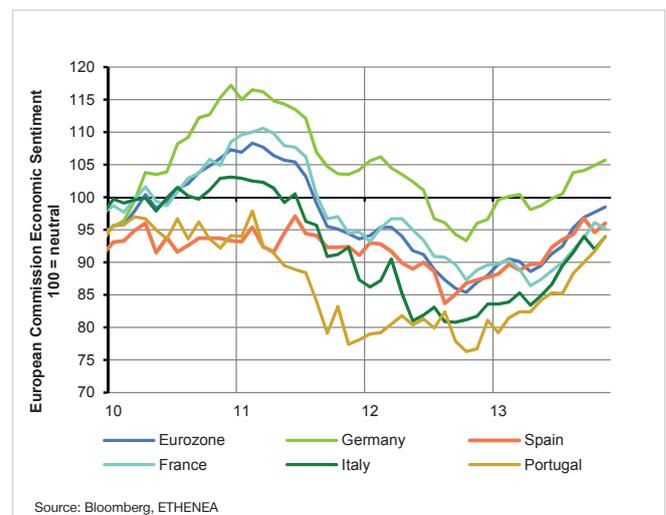
Grafik 8: Reale Bruttoinlandsprodukt-Wachstumsraten ausgewählter Länder und OECD-Prognosen



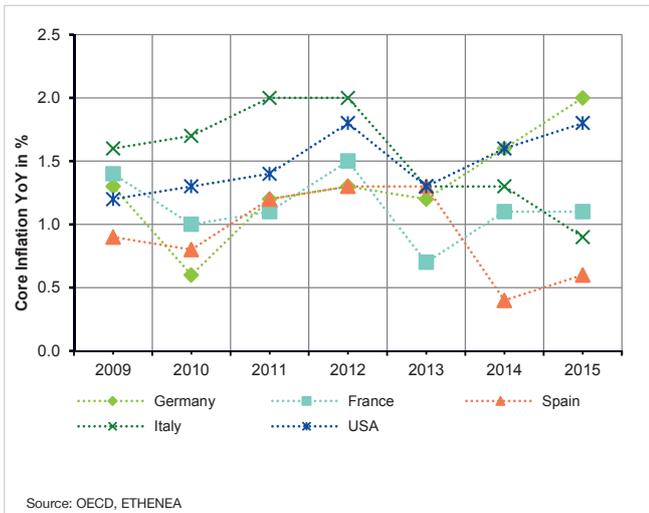
Grafik 9: Einkaufsmangerindizes



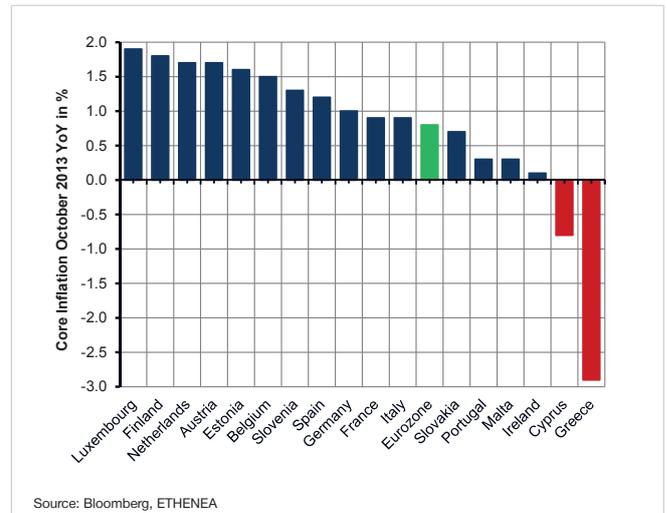
Grafik 10: IFO Wirtschaftskompass



Grafik 11: Wirtschaftsstimmungsindikator der Europäischen Kommission



Grafik 12: Verlauf der Kerninflationen und OECD-Prognosen *

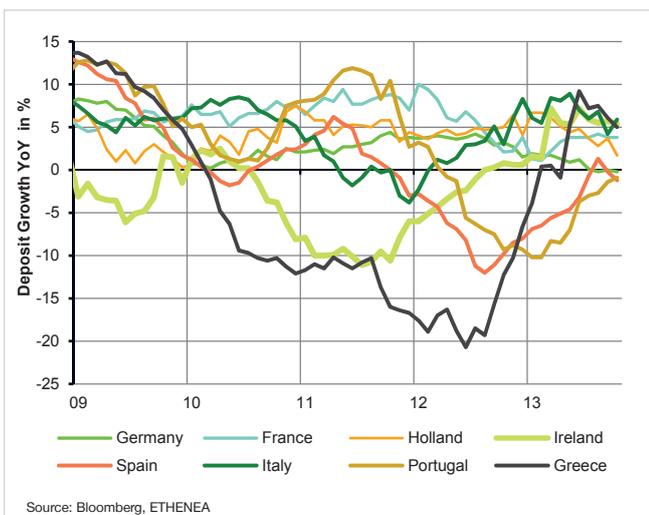


Grafik 13: Kerninflationen der Euroländer im Oktober 2013 *

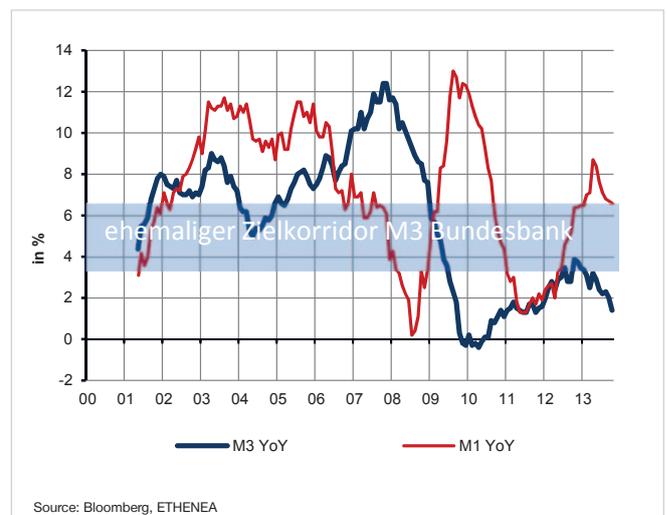
Land der Eurozone eine Inflation oberhalb der Zielgröße von 2% verzeichnen konnte. Obgleich die EZB gemäß ihrer Presseerklärung vom 5. Dezember keine Deflation erwartet, ist sie sich der Problematik durchaus bewusst und verweist explizit darauf, weitere Pfeile im Köcher zu halten, um gegebenenfalls deflationären Tendenzen entgegenzusteuern.

Angesprochen auf die Möglichkeit weiterer LTRO's, betont die EZB ihr Problembewusstsein. Die Lage der europäischen Banken hat sich seit Draghis historischer *Whatever it takes*-Rede im Juli 2012 signifikant verbessert (Grafik 14).

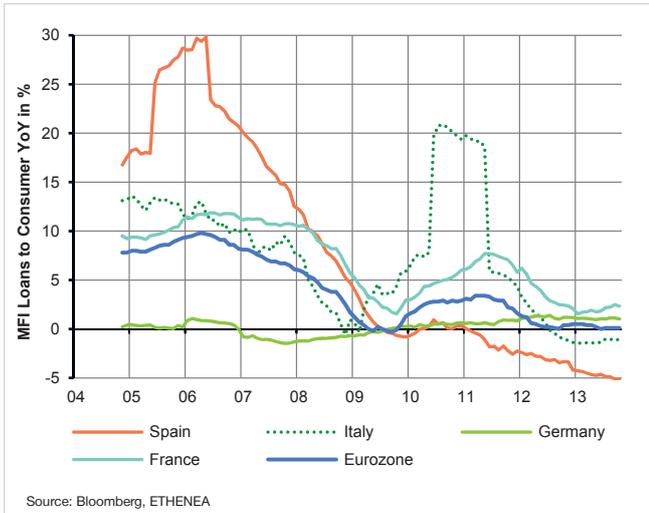
Der zuvor mit Besorgnis zu beobachtende Abfluss von Kundengeldern bei Banken aus sogenannten Problemländern konnte nicht nur gestoppt, sondern zu einem guten Teil reversiert werden. Die Bankenfinanzierung aus marktüblichen Quellen funktioniert demnach zum Großteil wieder. Was hingegen seit Ausbruch der Krise *nicht* funktioniert, ist das Geldmengenwachstum (Grafik 15). Seit der Lehman-Pleite befindet sich das M3-Wachstum, welches laut EZB im Durchschnitt auf 4,5% wachsen sollte, weit unterhalb dieses Wachstumsziels. Der Transmissionsmechanismus funktioniert aktuell nicht bzw. nur ungenügend.



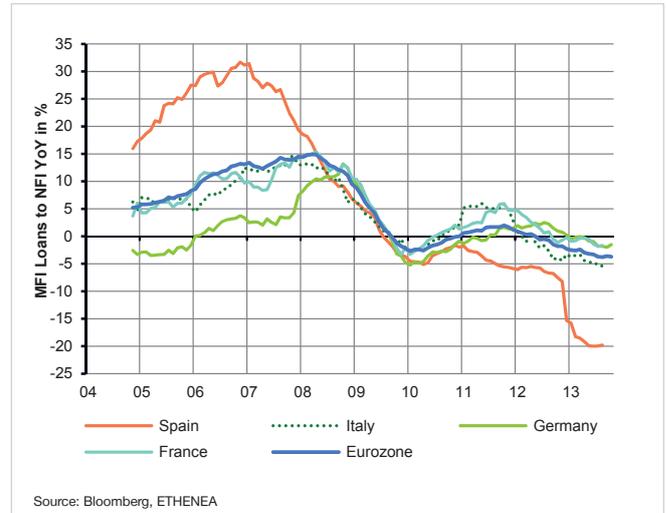
Grafik 14: Prozentuales Einlagenwachstum bei Banken



Grafik 15: Geldmengenwachstum in der Eurozone



Grafik 16: Wachstumsraten für Bankkredite an Konsumenten



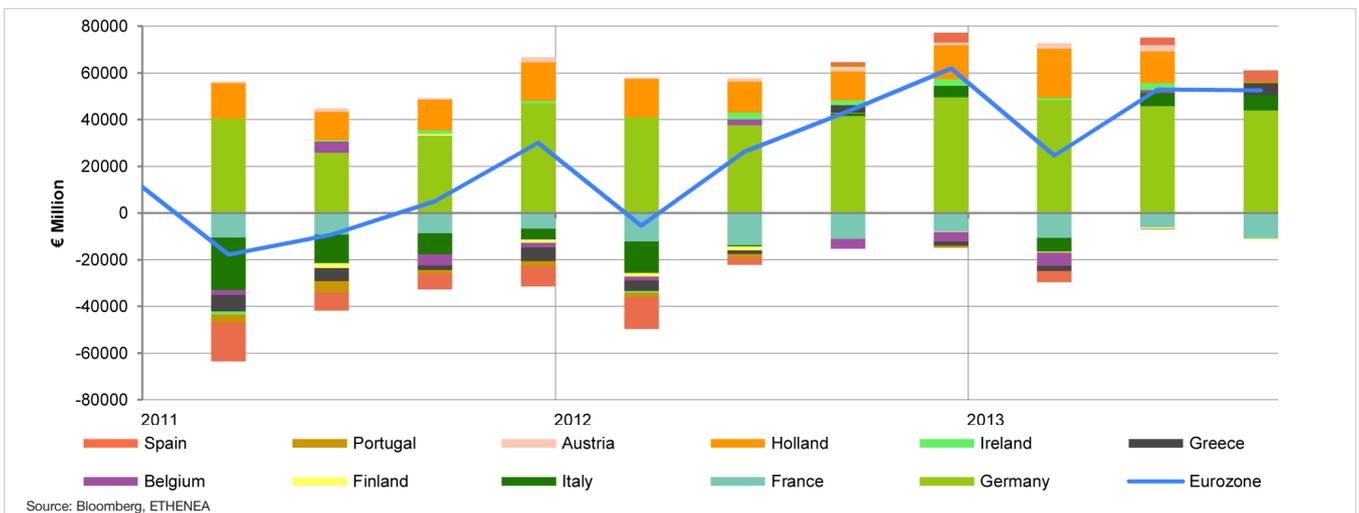
Grafik 17: Wachstumsraten für Bankkredite an Nicht-Finanzunternehmen

Daher ist auch die Kreditvergabe an Privat- und Unternehmenskunden (Grafiken 16 und 17) unzureichend. In diesem Zusammenhang ist sicherlich Draghis Aussage am 5. Dezember zu interpretieren. Auf die Frage nach weiteren LTRO's hatte dieser geantwortet, im Falle von weiteren Geldzuflüssen an die Banken würde darauf geachtet, dass diese Gelder auch den Weg in die Wirtschaft fänden und nicht nur dazu dienten, die Carry-Trades der Banken zu finanzieren. Diese Worte bestätigen ein weiteres Mal das Vertrauen des Autors in die Fähigkeiten und die Bereitschaft der EZB, die Banken und Märkte in der richtigen Art und Weise zu unterstützen. Es gibt nicht viele Zentralbanken mit ähnlich guten Fähigkeiten.

Zuletzt noch ein Blick auf die aktuellen Leistungsbilanzsalden der Eurozone, deren Ungleichgewichte in der Vergangenheit oft in der Kritik standen (Grafik 18). Wenn

man einmal davon absieht, dass Deutschland durchweg Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet und Frankreich durchweg Leistungsbilanzdefizite, kommt die Welt in Europa wieder langsam ins Lot. Staaten wie Spanien, Italien, Portugal und Griechenland – sonst notorische Produzenten großer Defizite – tauchen mittlerweile auf der Überschussseite auf. Ein klarer Erfolg der Politik der letzten Jahre und damit ein weiterer Schritt in der Erfolgsgeschichte der Gemeinschaftswährung Euro.

Bei diesen sehr niedrigen Inflationserwartungen ist die Party an den Zinsmärkten wohl noch nicht vorbei. Die Gäste im *Hotel California* sind fleißig am Tanzen und wir tanzen weiterhin mit – und bewegen uns dabei schon mal langsam in Richtung der sehr kleinen Ausgangstür, um am Ende der Party als einer der Ersten draußen zu sein.



Grafik 18: Leistungsbilanzsalden der Eurostaaten

Positionierung der Ethna Funds

Ethna-AKTIV E

Nach einem starken Anstieg im Oktober wurde das Aktienexposure im November nochmals leicht erhöht und liegt per Monatsultimo netto bei 31,6%. Ausgebaut wurden insbesondere Versicherungswerte, da die meisten Quartalsergebnisse von Investorensseite positiv aufgenommen wurden. Höhere Gewinne sorgten hier für eine weitere Stärkung der Kapitalbasis. Weil organisches Wachstum in der Industrie begrenzt ist, bestehen zudem Kapazitäten, um zusätzliches Kapital an die Aktionäre zurückzuführen. Abgebaut wurden Automobil- und Chemiewerte. Im Autobereich konnten nach starken Kurssteigerungen Gewinne mitgenommen werden, die Quartalsereignisse und Gewinnwarnungen haben den Markt nicht überzeugt. Wichtigster Bestandteil des Aktienportfolios bleiben weiterhin die Banken- und Versicherungswerte, welche maßgeblich von einer andauernden Normalisierung und von fallenden Risikoaufschlägen in der europäischen Peripherie profitieren werden.

Auch auf der Bond-Seite wurde das Exposure erhöht. Während bei Emerging Market Bonds und Nachranganleihen Gewinne realisiert und Positionen geschlossen wurden (begünstigt durch die Spreadeinengung und die verzweifelte Suche einiger Investoren nach Rendite), wurde insbesondere der Bestand an NOK-denominierten Bonds erhöht. NOK bieten neben dem höchstmöglichen Creditrating zusätzliche attraktive Rendite-Pick-Ups gegenüber z.B. Bundesanleihen.

Entsprechend fand auch auf der Währungsseite eine Erhöhung der NOK-Quote statt. Hier sehen wir Potential, vor allem durch die aktuelle Bewegung. Da wir einen Start des Taperings im Dezember weiterhin für unwahrscheinlich halten, wurde gleichzeitig das USD-Exposure reduziert. So halten wir die Volatilität des Fonds konstant niedrig, wodurch das Gewinnpotential aktuell beschränkt ist.

Ethna-GLOBAL Defensiv

Profitierend von dem guten Marktumfeld, wurde das Netto-Aktienexposure leicht auf 7,9% erhöht. Zur Steuerung der Quote verwenden wir weiterhin Aktienfutures, hauptsächlich auf den EuroStoxx 50. Auf Sektorebene wurde die gute

Entwicklung speziell von Telekommunikationsunternehmen und Automobilherstellern genutzt, um Gewinne mitzunehmen.

Ansonsten haben wir die Gunst der Stunde genutzt und viele Unternehmensanleihen veräußert (-17,5%). Während der Hauptteil davon den Barbeständen zugeführt wurde, haben wir ebenso in größerem Maße Staatsanleihen von Italien, Spanien und Frankreich erworben (+11,7%). Auch Nachranganleihen wurden reduziert, von 14,8% auf aktuell 8,3%. Einen großen Teil der Verkäufe machten USD-denominierte Papiere aus, die aktuell nur noch mit 40,5% im Buche stehen, von ehemals 52,4%.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Der Markt wird weiterhin von den Notenbanken dominiert, welche ihre expansive Geldpolitik fortführen. In diesem positiven Umfeld für Aktien wurde die Quote um 2% auf 50,9% erhöht. Im Fokus der Zukäufe standen Versicherungen. Die Branche hat erneut bewiesen, dass ihre Kapitalstärke zugenommen hat und zusätzliche Ausschüttungen nur noch eine Frage der Zeit sind. Dies gilt im Besonderen für den Rückversicherungssektor, wo die Preise durch den Zufluss von externem Kapital unter Druck geraten. Ebenfalls erhöht wurde das Exposure im Automobilzulieferer-Bereich, in welchem die Bewertungen teilweise attraktiver und weniger stark gestiegen sind als bei den Automobilproduzenten. Reduziert wurden indes Gesellschaften aus dem Banken- und Getränkebereich und entsprechend aufgelaufene Gewinne realisiert. Finanzwerte bleiben der wichtigste Bestandteil des Portfolios.

Auf der Bondsseite wurde einhergehend mit der gestiegenen Aktienquote der Bestand an Nachranganleihen zurückgefahren. Um die Volatilität niedrig zu halten, haben wir in diesem Segment Gewinne mitgenommen. Gleichzeitig wurden auch hier Bonds mit hervorragendem Creditrating und mit Liquiditätsaspekten hinzugekauft. Dadurch reduzierte sich der Cash-Bruttobestand auf insgesamt 8,1%, was dem Fonds genug Möglichkeiten einräumt, um gezielt aufkommende Opportunitäten wahrzunehmen.

| Currency | | | | | | | | | | |
|----------|-------|--------|---------|---------|-------|---------|--------|---------|--------|--------|
| | TW € | € \$ | € CHF | € £ | € JPY | € AUD | € NOK | € CAD | € TRY | € CNH |
| Last | 96.63 | 1.3586 | 1.23764 | 0.83026 | 139.2 | 1.49297 | 8.3253 | 1.44355 | 2.7464 | 8.2734 |
| -1m | 0.3% | -0.1% | 0.1% | -2.0% | 4.1% | 3.9% | 3.0% | 1.8% | 1.2% | -0.1% |
| ytd | 5.6% | 2.9% | 2.0% | 2.2% | 21.8% | 17.5% | 13.5% | 9.9% | 16.6% | 0.8% |

| Germany Gvmt | | | | | ITRAXX 5y | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|--------|--------|
| | 2y | 5y | 10y | 10/2y | Europe | Xover | SenFin | SubFin |
| Last | 0.117 | 0.652 | 1.693 | 158 | 79 | 320 | 94 | 138 |
| -1m | 0 | -1 | 2 | 2 | -4 | -21 | -24 | -37 |
| ytd | 13 | 36 | 38 | 25 | -38 | -162 | -47 | -97 |

| Yield pick-up to German 10y Gvmt | | | | | | | | | | | |
|----------------------------------|-----|-----|-------|--------|---------|---------|-------|-------|----------|--------|---------|
| | USA | UK | Japan | France | Austria | Holland | Italy | Spain | Portugal | Greece | Ireland |
| Last | 105 | 108 | -109 | 46 | 35 | 33 | 236 | 243 | 417 | 709 | 183 |
| -1m | 88 | 94 | -108 | 49 | 36 | 34 | 246 | 236 | 454 | 641 | 183 |
| ytd | 44 | 51 | -53 | 68 | 43 | 18 | 318 | 395 | 570 | 1,058 | 689 |

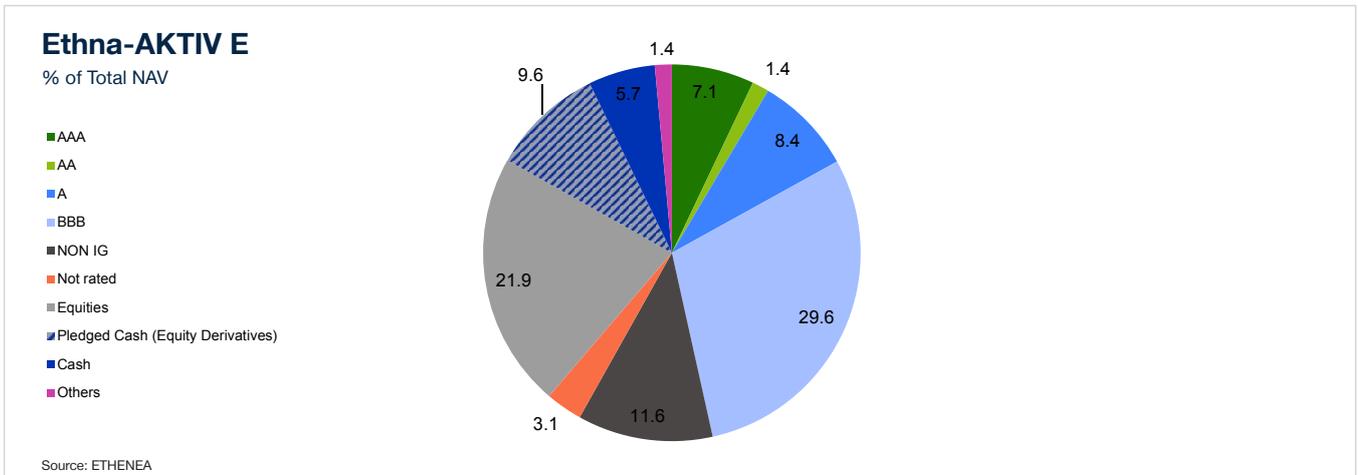
| Equities | | | | | | | |
|----------|---------|-----------|-------------|-----------|----------|------------|--------------|
| | DAX | Dow | EuroStx | CAC40 | FTSE | Nikkei | Shanghai |
| Last | 9,405.3 | 16,086.41 | 3,086.64 | 4,295.21 | 6,650.57 | 15,661.87 | 2,220.504 |
| -1m | 4.1% | 3.5% | 0.6% | -0.1% | -1.2% | 9.3% | 3.7% |
| ytd | 23.6% | 22.8% | 17.1% | 18.0% | 12.8% | 50.7% | -2.1% |
| | DAX P/E | Dow P/E | EuroStx P/E | CAC40 P/E | FTSE P/E | Nikkei P/E | Shanghai P/E |
| Last | 16.0 | 15.6 | 17.4 | 18.4 | 16.4 | 22.6 | 11.1 |
| -1m | 4.1% | 3.3% | 0.6% | -0.3% | -1.2% | 9.4% | 3.8% |
| ytd | 16.9% | 21.5% | 16.0% | 35.6% | -8.6% | 8.7% | -10.1% |

Grafik 19: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende) *

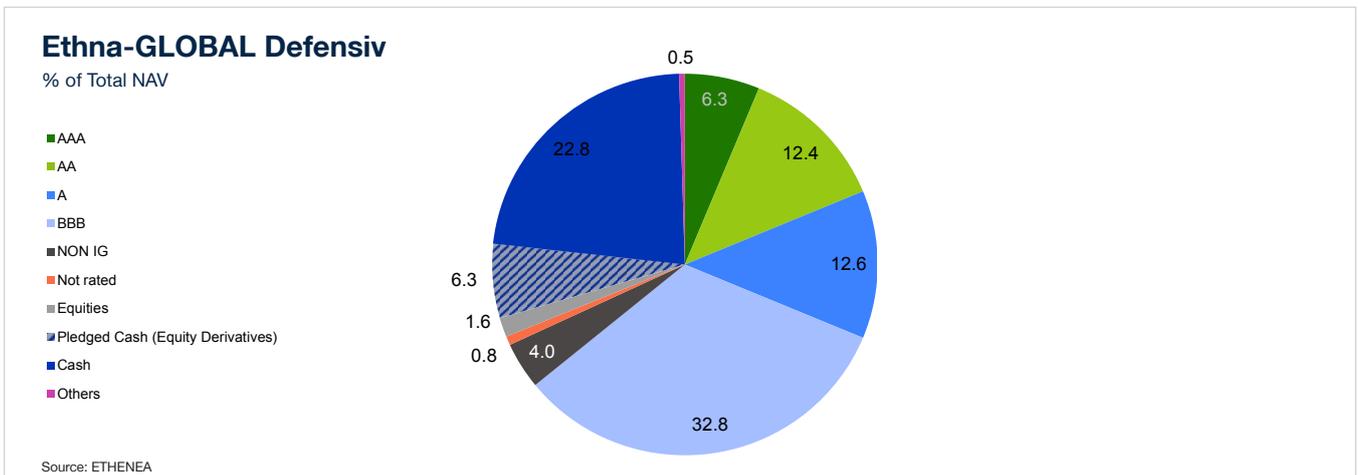
Weitere Detailinformationen finden Sie unter [diesem Link](#).

| Date | Fund | Yield p. a. | Rating is between | | Mod. duration | Current yield p. a. | Mod. duration -bonds only- |
|----------|------------------------|-------------|-------------------|------|---------------|---------------------|----------------------------|
| 29.11.13 | Ethna-AKTIV E | 4.58% | BBB | BBB+ | 5.60 | 4.69% | 5.60 |
| 29.11.13 | Ethna-GLOBAL Defensiv | 4.55% | A- | A | 5.71 | 4.28% | 6.89 |
| 29.11.13 | Ethna-GLOBAL Dynamisch | 4.26% | BBB | BBB+ | 4.99 | 4.48% | 4.99 |

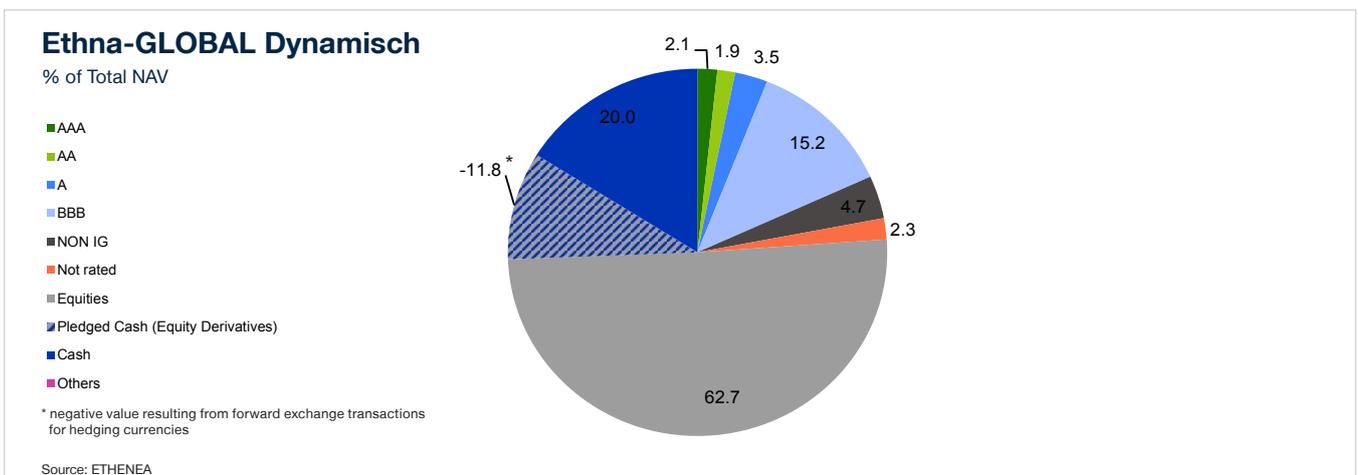
Grafik 20: Kennzahlen der Ethna Fonds zum Monatsende *



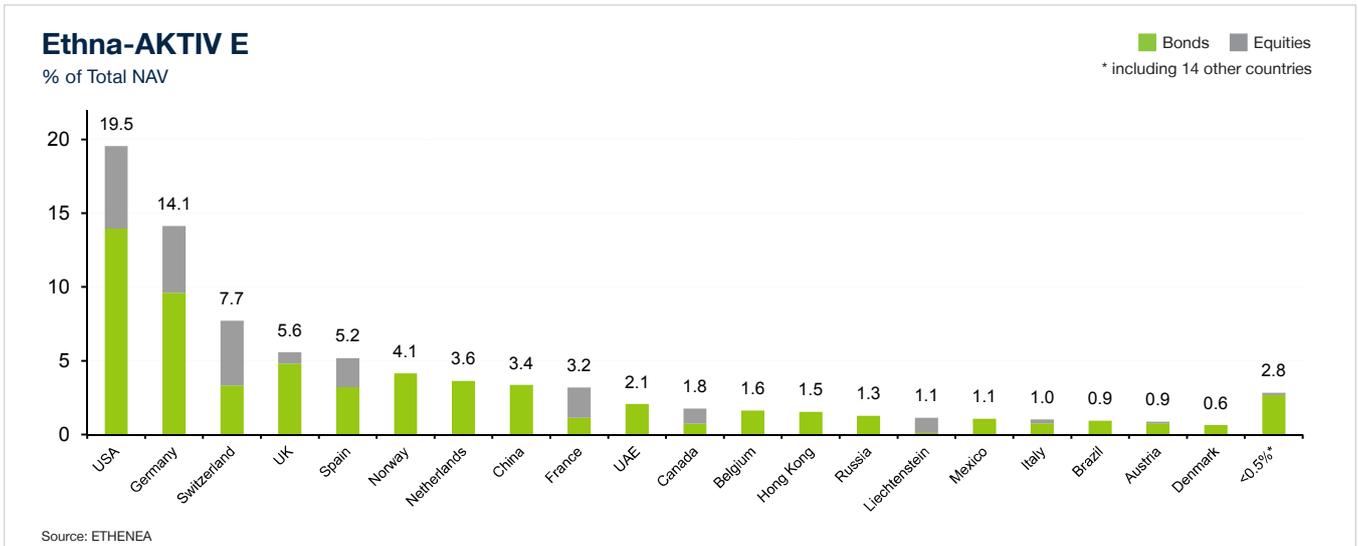
Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Emittenten-Rating *



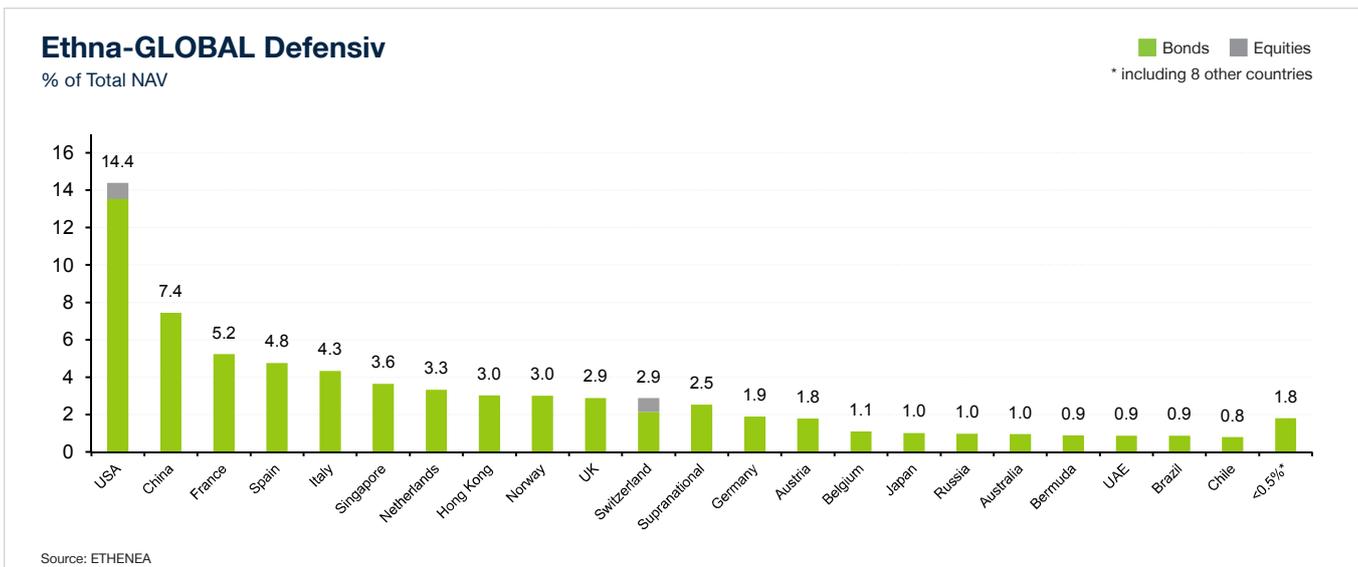
Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Emittenten-Rating *



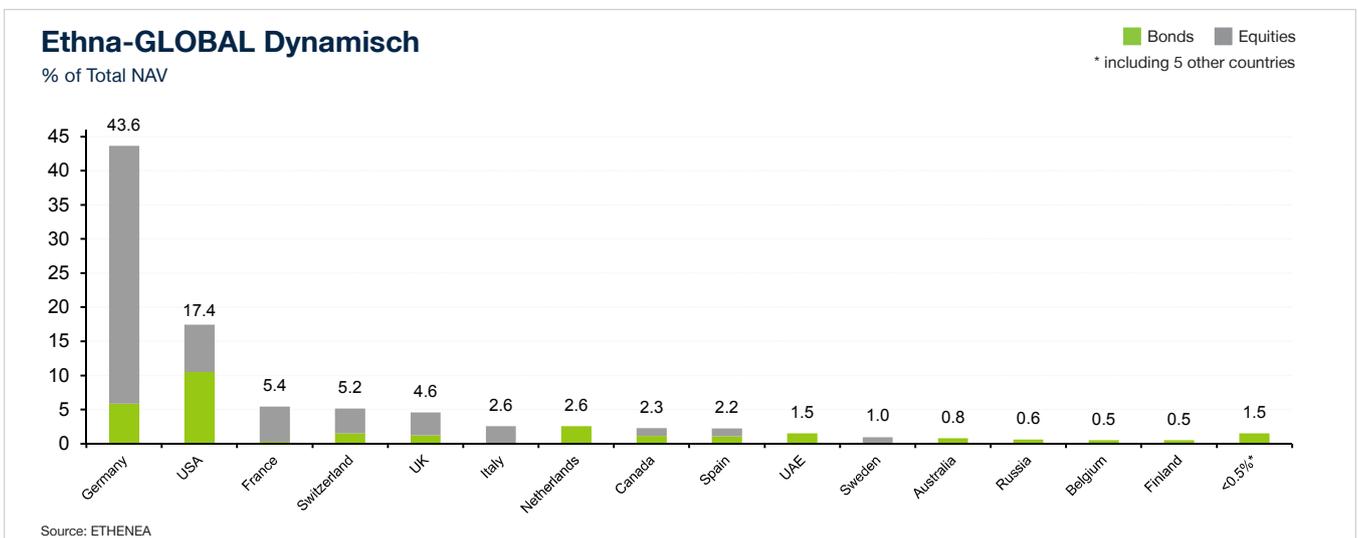
Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Dynamisch** nach Emittenten-Rating *



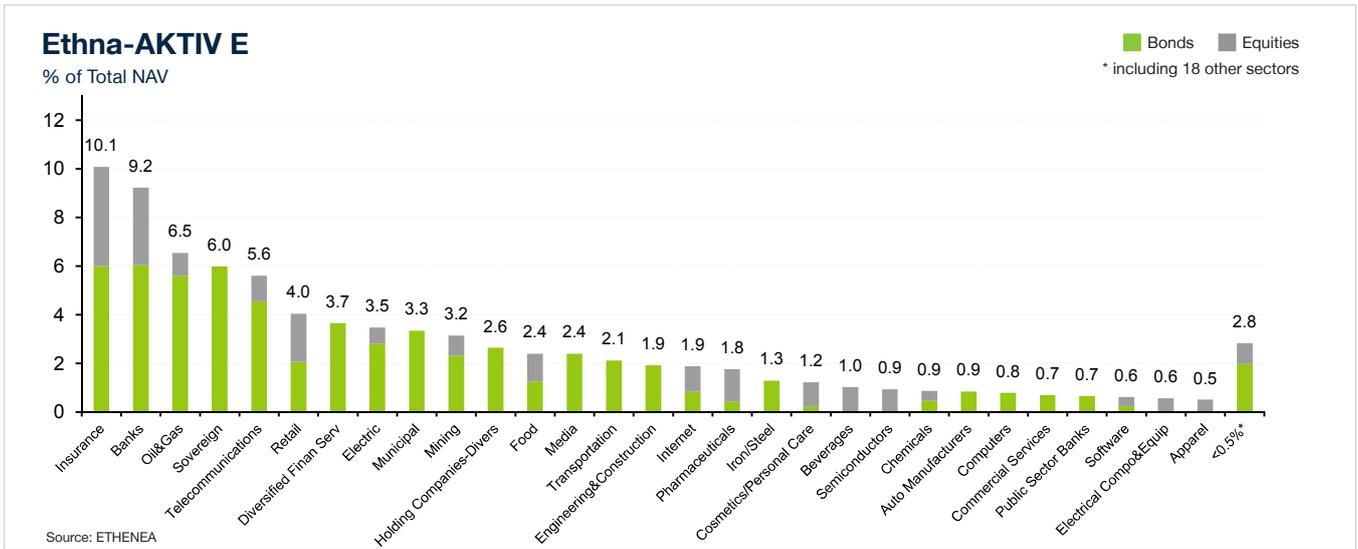
Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft *



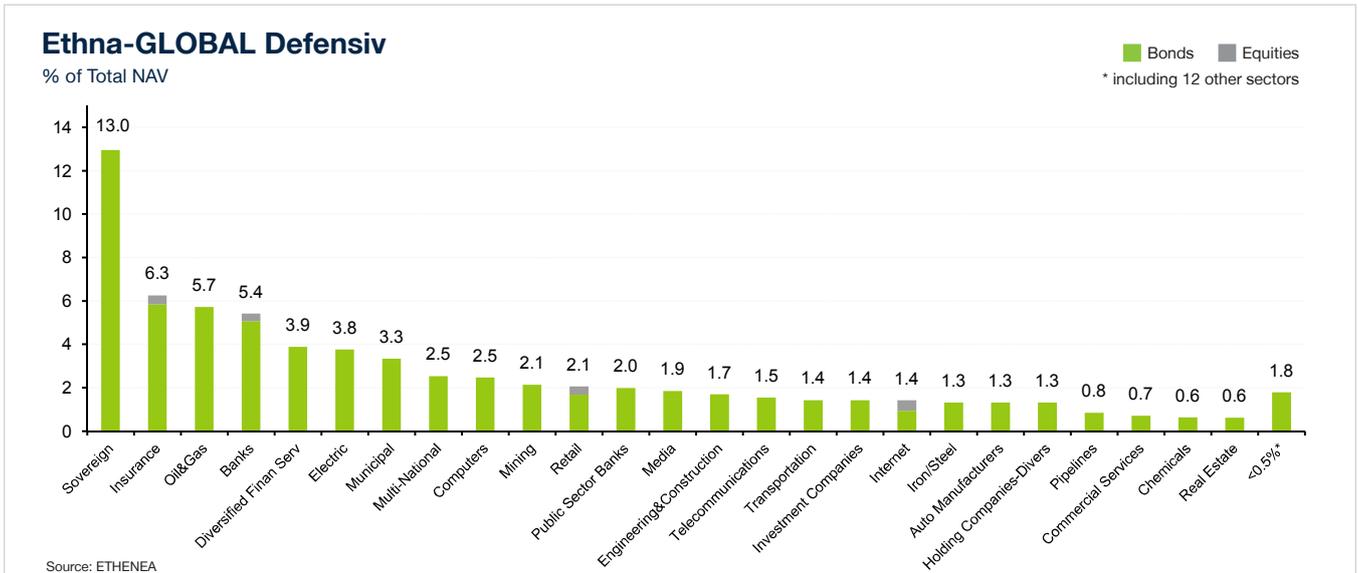
Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft *



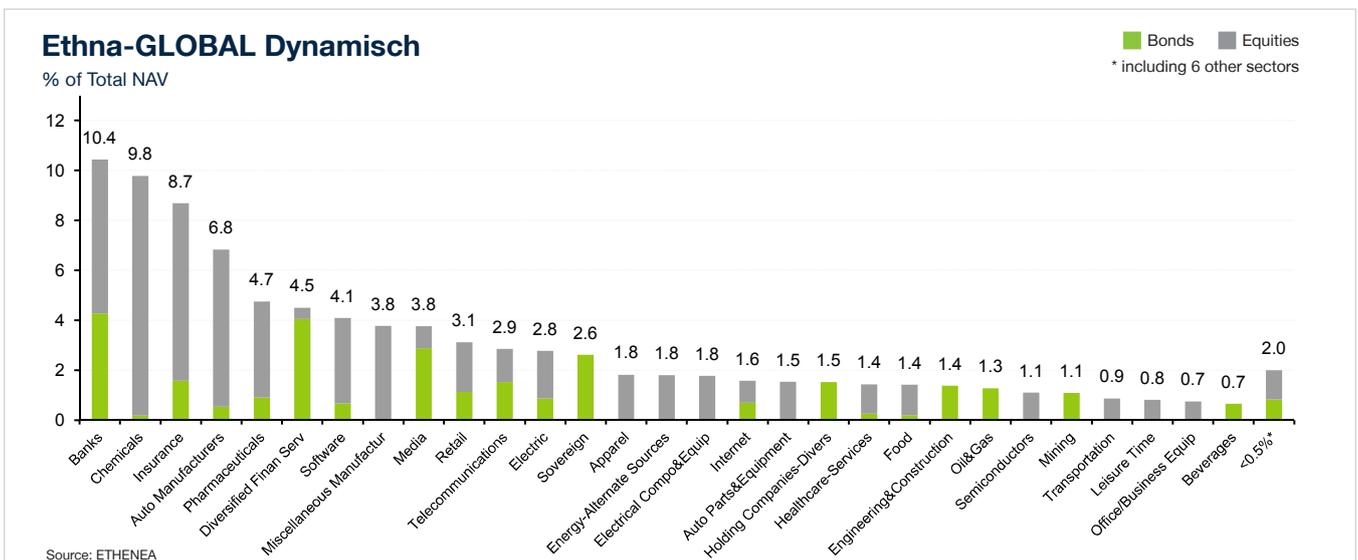
Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft *



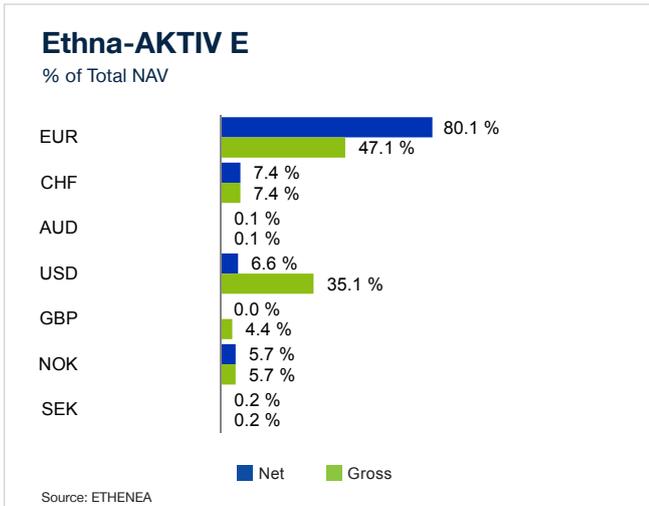
Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Branche *



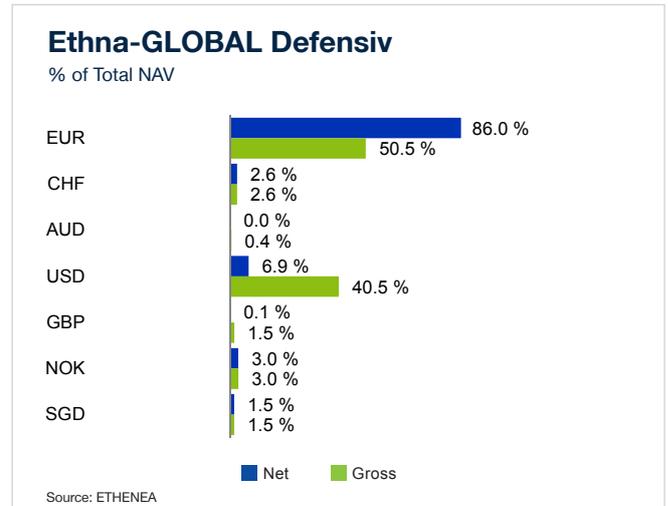
Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Branche *



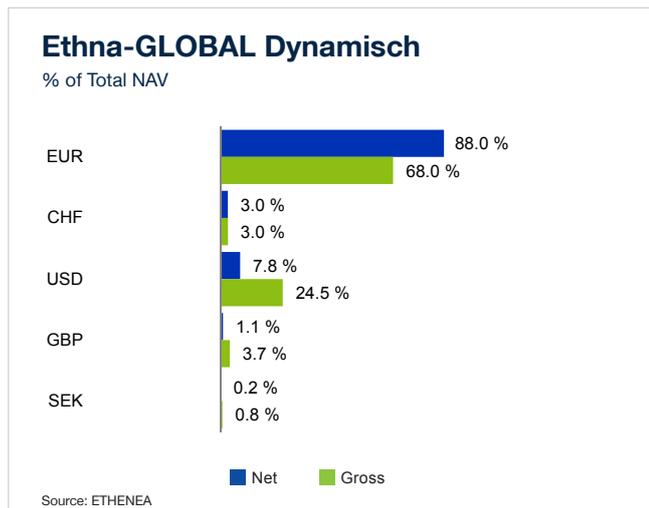
Grafik 29: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Branche *



Grafik 30: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Währungen *



Grafik 31: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Währungen *



Grafik 32: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Dynamisch** nach Währungen *

* Hinweis: Die Zahlenschreibweise in den Grafiken entspricht dem Englischen.



ETHENEA
managing the Ethna Funds



Das Portfolio Management:

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



Wichtige Hinweise:

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, zusammengestellt und geprüft. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 29.11.2013.