

Tout vient à point à qui sait attendre



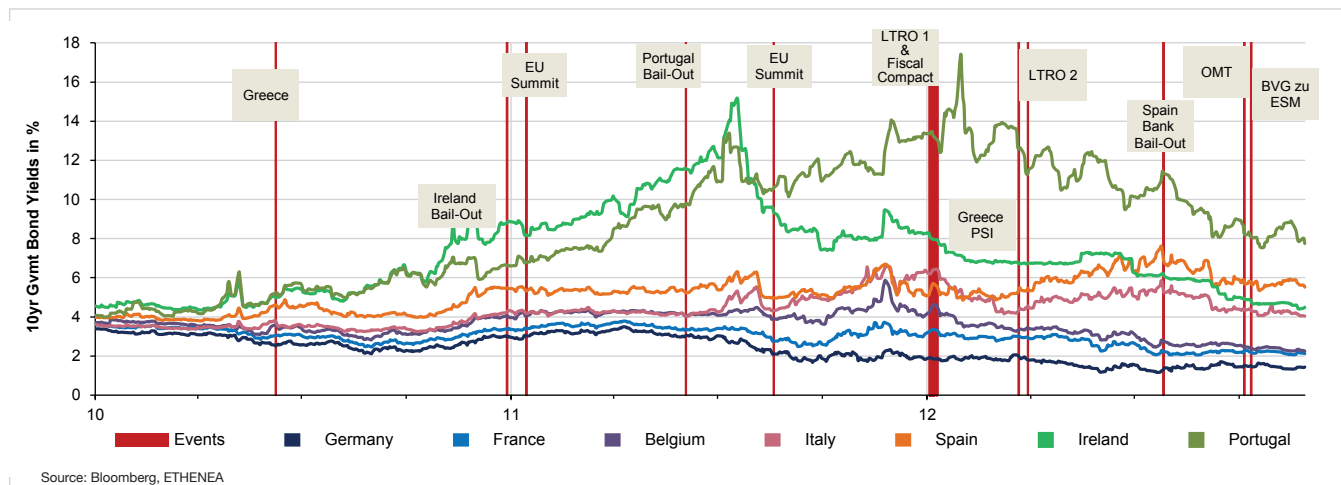
Das Vertrauen in die Märkte scheint zurückgekehrt zu sein. Doch wird Frankreich, der angeblich „kranke Mann Europas“, bald genesen?

Der heutige Marktkommentar, aus gegebenem Anlass einmal mit einem französischen Titel. „Warum ‚gegebenen Anlass‘? mag der ein oder andere Leser denken, da die Herabstufung von Frankreichs Kreditwürdigkeit durch Moody's vom 19. November 2012 auf Aa1 nicht wirklich einen großen unmittelbaren Effekt auf die Rendite französischer Staatsanleihen hatte. Die ungewünschte Herabstufung durch S&P im Januar 2012 zeigte da durchaus größere Auswirkung. Der sogenannte „Kollateralschaden“, nämlich die konsequente Herabstufung der Euro-Rettungsschirme EFSF und ESM durch Moody's, hat da schon potentiell höheren Schaden verursacht. Aber das wird letztendlich erst über die Zeit sichtbar werden.

Während der geneigte, durch Schulfranzösisch leidgeprüfte Leser ähnlich wie der Autor noch versucht, den Titel phonetisch einigermaßen korrekt wiederzugeben, hier schon mal die freie Übersetzung: *Gut Ding will Weile haben!* Aber auch dazu etwas später.

Dass der Autor eher zu den hoffnungslosen Optimisten zählt, mag sich bereits herumgesprochen haben. Aber nicht jeder Leser neigt zu der gleichen Weltsicht. Die Pessimisten unter ihnen sollten diesen Beitrag erst gar nicht zu Ende

lesen, denn angeblich geht ja die Welt am 21. Dezember 2012 unter, da an diesem Tag der berühmte Maya-Kalender endet. Da lohnt es sich wirklich nicht, seine Zeit hiermit zu verschwenden. Die Optimisten hingegen sollten es mit Theodor Fontane halten, der sagte, dass ein Optimist ein Mensch sei, der ein Dutzend Austern bestellt in der Hoffnung, sie mit der Perle zu bezahlen, die er darin findet. In diesem Sinne: Lassen Sie uns gemeinsam nach den Perlen suchen! Wir scheinen ja auch jede Menge Gesellschaft beim Perlen-suchen zu haben. Man hat den Eindruck, dass quasi die gesamte Europapolitik unter die Perlentaucher gegangen sei. Grafik 1 zeigt den Verlauf der Renditen der unterschiedlichen 10-jährigen Staatsanleihen seit Ausbruch der sogenannten „Euroschuldenkrise“. Interessant ist es festzustellen, dass in der Anfangsphase der Krise bis zum (bisherigen) Höhepunkt im Spätsommer 2011 die Aktionen der Politik (rote senkrechte Linien) scheinbar noch wenig Einfluss hatten, dieser im weiteren Verlauf aber merklich sichtbar wurde.



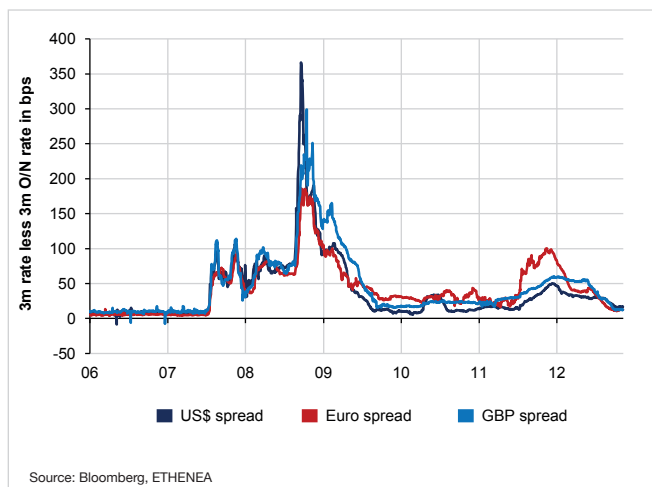
Grafik 1: Verlauf der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen und einzelne Ereignisse

Besondere Aufmerksamkeit ist sicherlich der Rede des EZB-Präsidenten Draghi vom 26. Juli 2012 beizumessen, in der er nochmals sehr deutlich machte, dass die EZB bereit sei, „alles“ zu unternehmen, um den Euro-Zusammenhalt sicherzustellen. „And believe me, it will be enough.“ wird sicher ebenso einen festen Platz in der Sammlung der berühmten Zitate haben wie der „Make my day!“-Ausspruch des Harry Callahan.

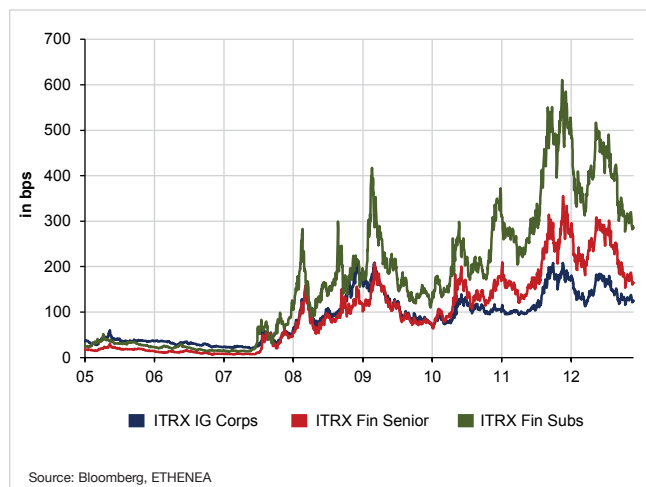
So oder so, die mysteriösen Spekulanten scheinen aufgegeben zu haben, auf den Zerfall der Eurozone Wetten abzuschließen. Ähnlich wie „don't fight the Fed“ scheint auch die europäische Zentralbank genug Kreditwürdigkeit aufgebaut zu haben, um gemeinsam mit der Europäischen Politik den Fortbestand des Euros glaubhaft zu machen. Und gerade Letztere hat ja in den vergangenen zwei Jahren mehr vollbracht als selbst die kühnsten Europhilen erträumt hatten. Auch wenn es vielleicht manchem noch immer nicht schnell genug geht, „gut Ding will nun mal Weile haben“.

Die Renditeabstände der anderen Staatsanleihen gegenüber denen des Bundes haben sich ja bereits eingeeignet, aber es ist zu erwarten, dass diese Bewegungen noch nicht abgeschlossen sind. Warum auch, wenn das Risiko, seinen Investitionsbetrag nicht mehr in Euro zurückzubekommen, sehr gering geworden ist. Plötzlich erscheinen 3,7 % mehr Rendite in Spanien als in Deutschland dem einen oder anderen Investor als sehr überzeugendes Kaufargument, so auch uns. Der Ethna-AKTIV E hält per Monatsultimo November 10,5 % in Aktien und Anleihen der sogenannten Europäischen Peripherie, während der Betrag beim Ethna-GLOBAL Defensiv 12,5 % beträgt.

Nicht nur an den Anleiherenditen lässt sich das gestiegene Vertrauen der Märkte ablesen, auch Grafik 2 zeigt hier eine deutliche Entspannung fast schon auf „Vor-Lehman“-Niveau. Der mittlerweile bekannte Differenzchart zwischen 3-Monats-Euribor und dem 3-Monats-EONIA Swapzins und deren Äquivalenten im USD- und GBP-Raum zeigt, dass mit dem



Grafik 2: „Vertrauenschart“ – Differenz des 3-Monats-Zinses zu dem 3-Monats-„Übernacht“-Zinsswap



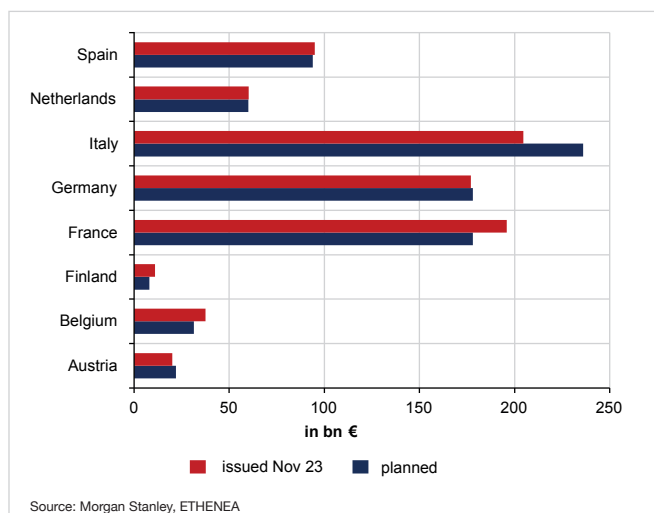
Grafik 3: Verlauf der CDS-Indizes für Investment Grade Unternehmensanleihen, Erstranganleihen und Nachranganleihen für Finanzinstitute

Beginn der unkonventionellen Geldpolitik der EZB durch LTRO 1 und 2 das Vertrauen schrittweise in die Märkte zurückgekehrt zu sein scheint. Ein ähnliches Bild ergibt sich auf dem Markt der Unternehmensanleihen, wo die Zinsaufschläge sich mittlerweile von ihren bisherigen Höhepunkten Ende 2011 weit entfernt haben (siehe Grafik 3). Allerdings ist hier die Bewegung sicherlich noch nicht abgeschlossen. Insofern setzen wir nach wie vor auf eine weitere Einengung dieser Zinsaufschläge. Auch die vor einem Jahr viel gefürchtete Emissionsflut der Eurostaaten wurde nicht zum Problem, obgleich vor ihr bereits viele Investoren mental kapituliert hatten, da sich kaum jemand vorstellen konnte, dass knapp 1 Billion Euro refinanziert werden könnten. Grafik 4 und 5 zeigen, dass das Gegenteil der Fall ist. Die meisten Staaten haben nicht nur ausreichend Geld von den Kapitalmärkten erhalten, einige Staaten hatten die Gunst der Stunde genutzt, um mehr Geld aufzunehmen, als sie für 2012 benötigten. In diesem Marktsegment stehen die Zeichen für 2013 also gleichfalls günstig, allen Rating-Herabstufungen zum Trotz.

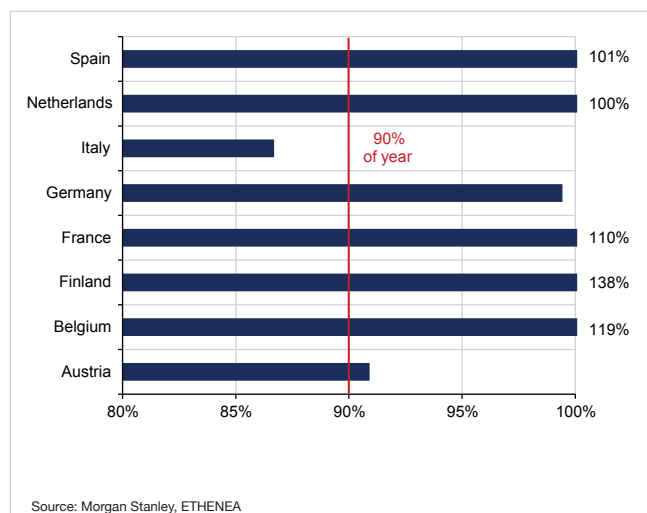
Das Leben eines Fondsmanagers könnte also eigentlich kaum besser sein, gäbe es da nicht diese schon oft gemachte Erfahrung, dass meist alles anders kommt als man denkt. Schade eigentlich. Eine von diesen „anderen“ Entwicklungen könnte sicherlich im Zusammenhang mit Frankreich stehen. Während sich in Deutschland hartnäckig der Irrglaube hält, dass das heutige Frankreich sich selber noch napoleonisch als „Grande Nation“ bezeichnen würde, besitzt der „gemeine

Franzose“ wesentlich mehr Realitätssinn. Trotzdem irren durch den deutschen Boulevard Begrifflichkeiten wie: „La Grande Nation“ hat nun „Les Grands Problèmes“. Aber ist das denn wirklich so?

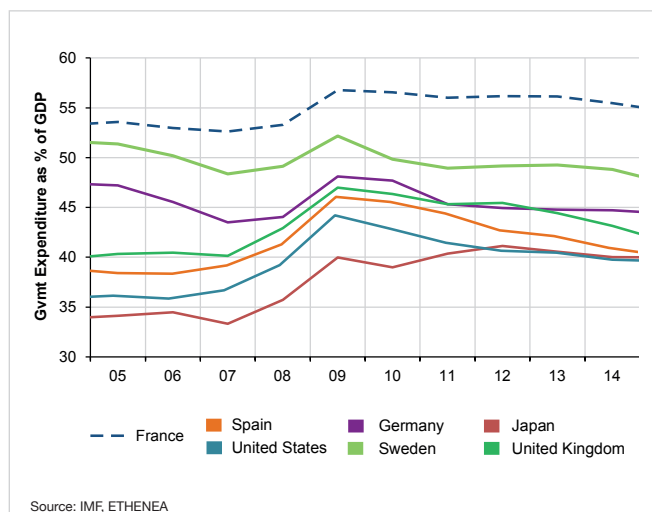
Journalisten sind oft schnell mit Begrifflichkeiten zur Hand, die sich später als irreführend oder gar falsch erweisen. Wir erinnern nur an den „kranken Mann Europas“, ein Titel, den viele Länder bereits führten: Deutschland am Ende der 90er Jahre, Italien in der Mitte der letzten Dekade, zuletzt Spanien und nun eben Frankreich. Eines gemeinsam hatten und haben auch weiterhin alle Titelträger: In einer zunehmend globalisierten Welt sind stetige Anpassung in Struktur und Leistungsfähigkeit der staatlichen und industriellen Systeme erforderlich, wenn man nicht als Land bzw. Unternehmen an Wettbewerbsfähigkeit verlieren will. Allerdings darf man nicht glauben, es gäbe lediglich ein „Richtig“ oder ein „Falsch“. Wie uns ja bereits 1817 David Ricardo in seinem Werk „Principles of Political Economy and Taxation“ darlegte, geht es nicht um den *absoluten* Kostenvorteil sondern stattdessen um den *komparativen* Kostenvorteil bei der Festlegung der optimalen Produktionsstätte. Eben letzterer muss gewahrt bleiben, und das geht nur durch ständige Bereitschaft der Gesellschaft, Ineffizienzen zu beseitigen. Das politische System der Demokratie, das sich in vielerlei Hinsicht als das überlebensfähigste System erwiesen hat, zeigt in diesem Bereich allerdings manchmal gewisse Schwächen. Die Kapitalmärkte mit ihrer mitleidslosen Objektivität dienen in dieser Hinsicht schon öfters als Katalysator der Veränderung. Vielleicht ist nun Frankreich „an der Reihe“?!



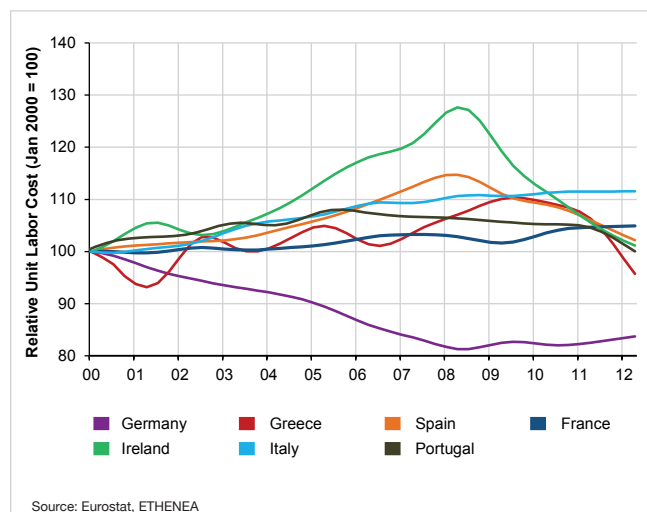
Grafik 4: Emissionstätigkeit ausgewählter Staaten in 2012



Grafik 5: Emissionserfolg ausgewählter Staaten in 2012



Grafik 6: Entwicklung der Staatsausgaben als Prozent des BIP



Grafik 7: Entwicklung der relativen Lohnstückkosten

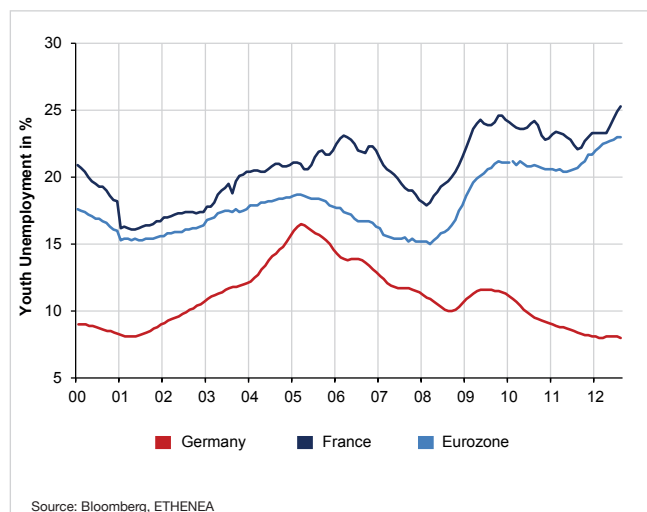
Grafik 6 zeigt, dass Frankreich ein sehr ausgeprägtes staatliches Ausgabeverhalten hat mit 56 % des BIP als Staatsausgaben. Selbst vermeintliche soziale Wohlfahrtsstaaten wie Schweden geben „nur“ 49 % aus. In Deutschland, das ja auch in dem einen oder anderen politischen Lager noch als sozial „kuschelig“ gilt, werden 45 % des BIP vom Staat ausgegeben. Die französischen 56 % erscheinen ohne weitere Analyse da durchaus exzessiv.

Bei der Entwicklung der relativen Lohnstückkosten in der Eurozone, die ja als Maßstab für die Effizienz der Produktion in dem jeweiligen Land gilt, liegt Deutschland wenig überraschend ganz vorne (siehe Grafik 7). Warum „wenig überraschend“? Jahrelange Reallohnverluste in Verbindung mit den Schröderschen Arbeitsmarktreformen und gekoppelt an eine Industrie, die es verstand, in dem globalen Wettbewerb nicht nur über Preise konkurrieren zu können, haben ihre Spuren hinterlassen. Hervorzuheben ist allerdings der Verlauf der Grafik für die bereits oben erwähnte sogenannte

„Europäische Peripherie“. Eine deutliche Korrektur ist in allen Fällen feststellbar. Korrekturen, die nicht nur Lohnverzicht der jeweiligen Belegschaften signalisieren, sondern auch grundsätzliche Reformen. Bemerkenswert ist auch, dass sich die Linien für Frankreich und Italien bisher nicht in die „richtige“ Richtung bewegen. Wenn aber auch hier die vermeintliche deutsche Erfolgsstory als Vorlage dienen kann, dann ist für Frankreich alles halb so schlimm. Auch in Deutschland brauchte es einen „Sozi“, die gesellschaftlich schwierigen Arbeitsmarktreformen durchzusetzen. Nach Jahren der konservativen Regierung hat erst ein Gerhard Schröder die nötigen Reformen gegen seine eigene Partei durchgesetzt. Auch in Frankreich haben wir nach langen Jahren einen Sozialisten an der Regierungsspitze. Vielleicht ergreift ja François Hollande die womöglich einzigartige historische Chance, aus Frankreich wieder eine „Grande Nation“ zu machen. Es wäre an der Zeit...



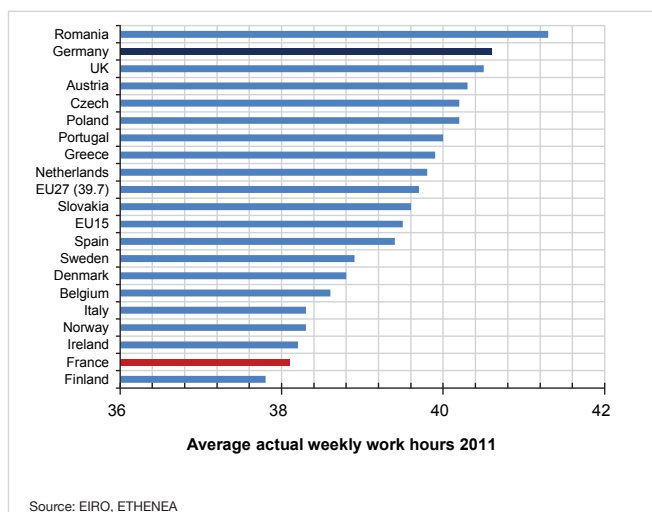
Grafik 8: Vergleich der Arbeitslosenquoten



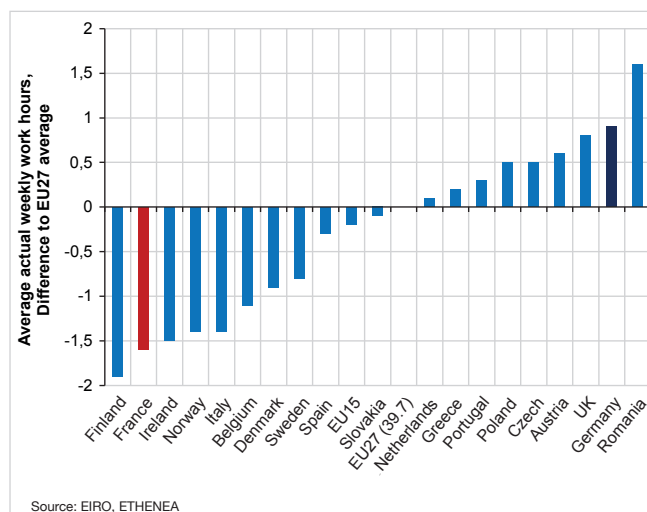
Grafik 9: Vergleich der Quoten der Jugendarbeitslosigkeit

Ein Blick auf die Grafiken 8 und 9, die die Arbeitslosenquoten von Deutschland und Frankreich mit der Gesamtquote der Eurozone vergleichen, macht deutlich, dass Frankreich dringend agieren muss. Wenn die durchschnittliche Arbeitslosigkeit in der Eurozone aufgrund der Extremsituationen in Ländern der „Europäischen Peripherie“ höher als die französische ist, dann liegt das womöglich daran, dass diese Länder bereits Reformen eingeleitet haben (Grafik 7), die oft erst mit einem kurzfristigen Anstieg der Arbeitslosigkeit Hand in Hand gehen. Das war in Deutschland in den drei Jahren nach der Implementierung der Schröderschen Agenda 2010 genauso, wie man den Grafiken auch entnehmen kann. Falls Präsident Hollande mit dem gleichen Mut, mit der gleichen Weitsicht agieren sollte, dann kann man kaum vorhersagen, welche Niveaus die französische Arbeitslosenquote erreichen könnte. Nicht schön, aber wohl unvermeidbar.

Wenn man unverfrorenerweise Monsieur Hollande einen Tipp geben sollte, an welcher Stelle mit den Reformen zu beginnen sei, dann wende man sich den Grafiken 10 und 11 zu. Die durchschnittliche tatsächliche Wochenarbeitszeit in Frankreich lag 2011 bei lediglich 38,1 Stunden im Vergleich zu den deutschen 40,6 Stunden. Selbst im Durchschnitt der EU-27 liegt Frankreich an vorletzter Stelle. In diesem Licht erscheint die Walkampfforderung von Hollande, das Renteneintrittsalter von 62 auf 60 Jahre zu senken, vielleicht nicht ganz zeitgemäß. Stattdessen sollte von einer Verlängerung der Lebens- und Wochenarbeitszeit gesprochen werden. Möglicherweise sollten auch im gleichen Zug die Kündigungsschutzgesetze überdacht werden. Wer schon mal als Manager in einer französischen Firma versucht hat, einen Mitarbeiter zu entlassen, weiß Bescheid.



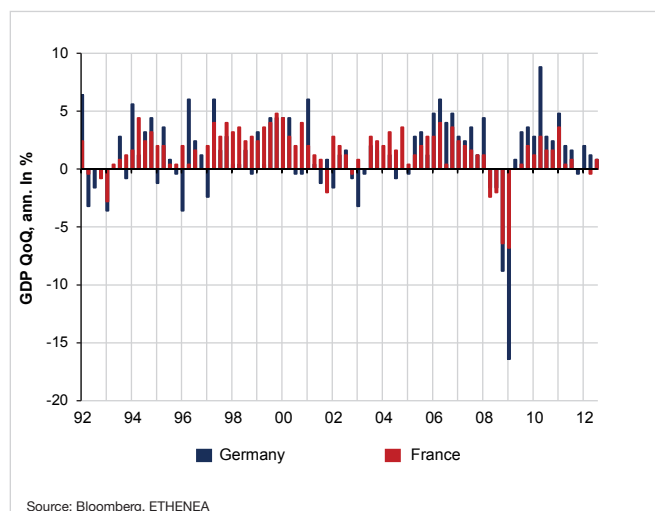
Grafik 10: Durchschnittliche tatsächliche Wochenarbeitszeit



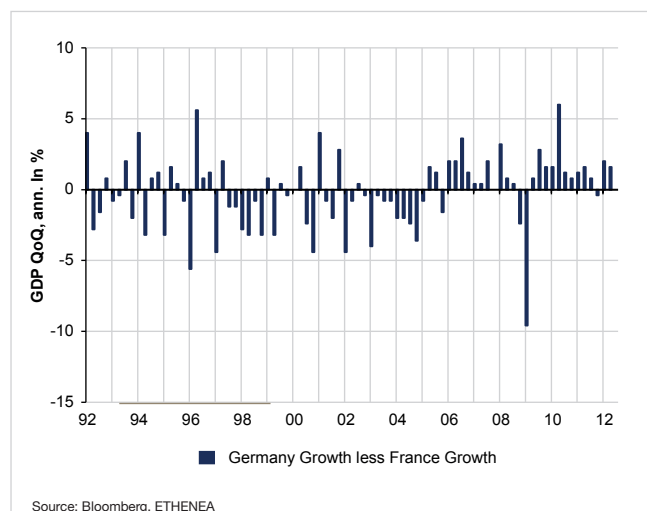
Grafik 11: Abweichung der tatsächlichen Wochenarbeitszeit von der durchschnittlichen Wochenarbeitszeit in der EU

Das Ergebnis dieser ineffizienteren Industriepolitik lässt sich auch sehr anschaulich den Grafiken 12 und 13 entnehmen. Während Grafik 12 die annualisierten Quartalswachstumsraten des BIP von Deutschland und Frankreich darstellt, zeigt Grafik 13 die Differenzen eben dieser Raten. Und hier lässt sich schnell Folgendes feststellen: Seit dem 1. Quartal 2000, also quasi seit Euro-Einführung, waren die Wachstumsüberschüsse scheinbar relativ gleich verteilt. In 28 von 51 Quartalen (55 %) war das Quartalswachstum in Deutschland höher als in Frankreich. Wenn man aber die Periode unterteilt in die Zeit von Q1 2000 bis Q4 2005, also die Zeit, in der die Reformen in Deutschland umgesetzt wurden und Wirkung aufbauten,

und den Rest von Q1 2006 bis Q3 2012, dann ergibt sich ein völlig anderes, weniger ausgeglichenes Bild. In der ersten Periode hat Deutschland lediglich in sechs der möglichen 24 Quartale ein höheres Wachstum (25 %) erzielt, während in der Folgeperiode in 22 von möglichen 27 Fällen (81 %) das deutsche Wachstum das französische überflügelte. Reform wirkt. Nun muss man aber fairerweise feststellen, dass nicht nur der französische Staat möglicherweise versäumt hat, die ein oder andere nötige Reform auf den Weg zu bringen. Auch die französische Industrie hat möglicherweise gewisse Trends zur Globalisierung der Absatzmärkte nicht effizient umgesetzt.



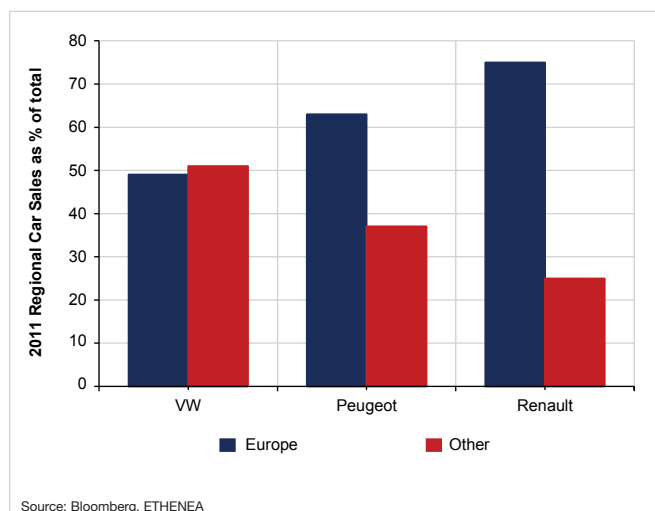
Grafik 12: Annualisierte Quartalswachstumsraten des BIP



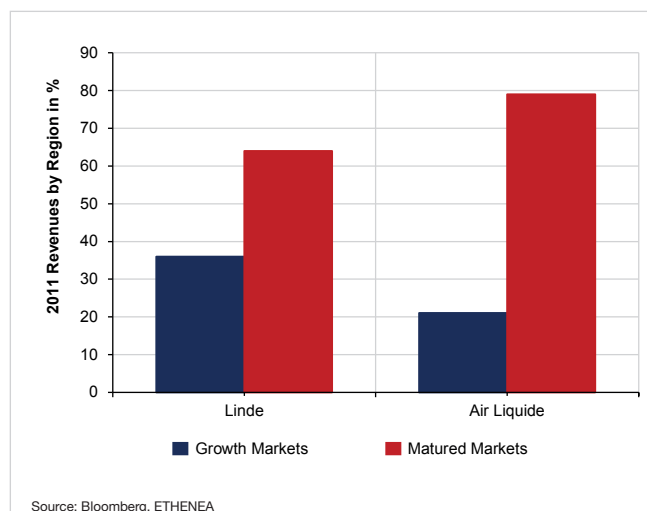
Grafik 13: Differenz der annualisierten Quartalswachstumsraten des BIP von Deutschland zu Frankreich

Grafik 14 vergleicht die Absatzzahlen von Volkswagen und Peugeot bzw. Renault in 2011. Während die Volkswagen-Gruppe mittlerweile etwas mehr als die Hälfte ihrer Autos außerhalb Europas verkauft, liegt der Anteil der französischen Automobilbauer hier bei lediglich 37 % bzw. 25 %. Durch den Konjunktureenbruch gerade in der europäischen

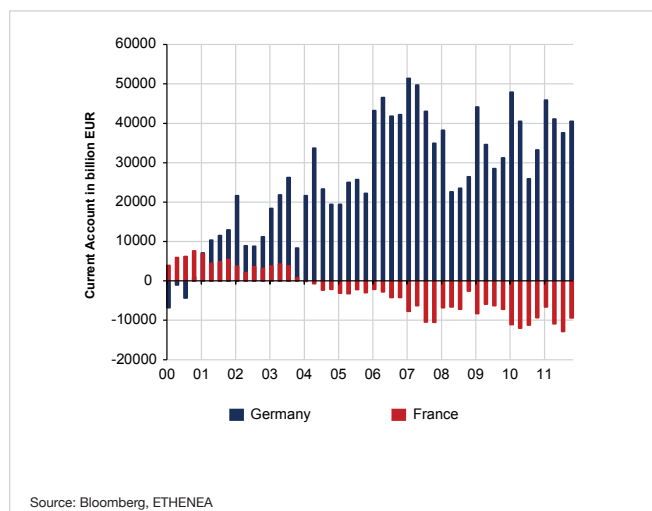
Peripherie leiden diese Unternehmen natürlich deutlich mehr als ein breiter aufgestelltes Unternehmen. Grafik 15 zeigt die Ertragsverteilung der beiden vergleichbaren Unternehmen Linde und Air Liquide. Während Linde in 2011 immerhin 36 % seiner Erträge in sogenannten Wachstumsmärkten erzielte, liegt dieser Anteil bei Air Liquide nur bei 21 %.



Grafik 14: Autoverkäufe in- und außerhalb Europas in 2011



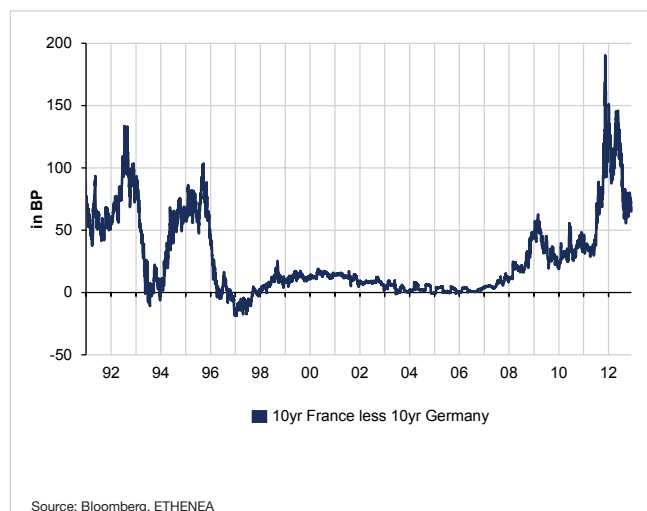
Grafik 15: Ertragsverteilung in 2011



Grafik 16: Leistungsbilanzsalden

Auch hier also ein ähnliches Bild wie bei den Autoherstellern. In wie weit diese beiden Stichproben repräsentativ für die deutsche bzw. französische Wirtschaft sind, lässt sich nicht einwandfrei darlegen. Allerdings zeigt die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden, also der Differenz zwischen Export und Import von Waren und Dienstleistungen einer Volkswirtschaft, von Deutschland und Frankreich (siehe Grafik 16) ein deutliches Bild: Während sich der deutsche Saldo von 2000 bis 2006 ausweitete und seitdem eindeutig positiv ist, ist das Bild für Frankreich deutlich anders. Das legt den Schluss nahe, dass die französische Wirtschaft mit ihren Produkten nicht mehr so erfolgreich ist, wie sie es zur Euroeinführung noch war.

Es ist inzwischen sicher klar geworden, dass in Frankreich sowohl in Bezug auf seine Wirtschaft wie auch auf die vom Staat gesetzten Rahmenbedingungen Handlungsbedarf für Reformen besteht. Die Probleme sind da. Andererseits unterscheiden sie sich nicht so sehr von den Problemen, die



Grafik 17: Zinsaufschlag 10-jähriger französischer Staatsanleihen zu deutschen Bunds

Deutschland vor 10 Jahren hatte, und auch die sind angegangen und zum Teil gelöst worden. Muss man aber aus diesen Gründen dem französischen Markt den Rücken kehren? Immerhin bieten französische OATs satte 0,7 % höhere Renditen als Bunds im 10-Jahres Segment. Oder anders ausgedrückt: Französische Zinsen liegen um 50 % höher als die in Deutschland erzielbaren 1,4 %. Unseres Erachtens ist das ein attraktiver Zinsaufschlag, sodass wir unsere Investitionen in Anleihen von Unternehmen mit Sitz in Frankreich nicht heruntergefahren haben. Während der Ethna-AKTIV E aktuell 2,5 % in Aktien und Anleihen aus Frankreich investiert ist, liegt die Kennzahl beim Ethna-GLOBAL Defensiv bei fast 10 %. Mitunter muss man eben auch mal Geduld haben, denn *tout vient à point à qui sait attendre*.

Zusammenfassend kann man sagen, dass wir im abgelaufenen Monat wie auch im aktuellen Monat weiterhin Einengungen bei den Renditeaufschlägen erwarten, sowohl in der Peripherie wie auch im Allgemeinen bei Unternehmensanleihen.

Positionsänderungen

Ethna-AKTIV E

Im abgelaufenen Monat wurde die Cash-Quote um 3,4 % reduziert zugunsten von BBB Unternehmensanleihen und einer leichten Erhöhung der ausgewiesenen Aktienquote (Grafik 20). Rating-Änderungen führten zu einer minimalen Reduktion bei dem durchschnittlichen Rating, das aber weiterhin im Rating Bucket BBB+ bis A- liegt. Bei der Branchenallokation kam es nur zu geringen Verschiebungen zugunsten von Banken, Versicherungen und Staatsanleihen (Grafik 29). Allerdings ist der Finanzsektor im Anleihebereich mit gerade einmal 20 % des Volumens gegenüber dem globalen Anteil von 68 % signifikant untergewichtet. Von den Erstranganleihen der Banken sind tatsächlich aktuell fast 30 % gedeckte Ware. Die Rendite ist mit 4,62 % nur unwesentlich geringer als im Vormonat, ebenso wie die modifizierte Duration von aktuell 4,97. Interessanter für unsere Betrachtung ist hier sicherlich die sogenannte laufende Verzinsung zu nennen, die aktuell bei 5,03 % liegt. Trotz des sehr vereinfachten Ansatzes ist für uns die laufende Verzinsung (current yield) relevanter als die komplexere mit sehr vielen Annahmen verbundene Laufzeitrendite (yield to maturity) (Grafik 19).

Auf der Währungsseite gab es keine nennenswerten Veränderungen (Grafik 32).

Ethna-GLOBAL Defensiv

Auch hier hat die Herabstufung durch die Rating Agenturen zu einer leichten Reduktion des durchschnittlichen Ratings geführt, das nun zwischen A- und A liegt. Die erwarteten Herabstufungen der Anleihen des EFSF und der Pfandbriefe der Depfa haben ihre Spuren in der Kennziffer hinterlassen. Bei der Sektoren- und Länderallokation gab es nur minimale Verschiebungen; lediglich Frankreich ist mit einem Plus von 1,8 % erwähnenswert (Grafik 27).

Bank- und Versicherungsanleihen machen auch weiterhin mit knapp 35 % einen großen Anteil des Portfolios aus (Grafik 30), wobei auch hier die gleiche Argumentation wie vorab gilt. Erstrangige Bankanleihen sind hier zu 46 % gedeckt.

Auf der Währungsseite bleibt zu erwähnen, dass die Position in USD (4,9 %) zugunsten einer Reduktion des NOK- und des AUD-Risikos erhöht wurde (Grafik 33).

Ethna-GLOBAL Dynamisch

In diesem Fonds wurde die Cash-Quote um 8 % zugunsten einer 3 %-Position in einem ETF auf den US-amerikanischen Technologie-Index NASDAQ sowie einem Investment in eine Anleihe des BBB-Segments (+3 %) bzw. Nicht-Investment Grade Segments (+2 %) verringert (Grafik 22).

Bei den Währungen wurde das Exposure in CHF um 3 % und in GBP um 1,7 % erhöht (Grafik 34).

Mit rund 11 % des Portfolios in Aktien europäischer und amerikanischer Banken erwarten wir eine weitere Entspannung der europäischen Schuldenkrise und der Fiscal Cliff-Problematik.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	90,29	1,3002	1,20504	0,81094	107,28	1,24701	7,3734	1,29104	2,3238	8,0789
- 1M	0,9 %	0,2 %	-0,2 %	0,9 %	3,6 %	-0,2 %	-0,3 %	-0,4 %	-0,1 %	-0,2 %
YtD	-0,4 %	0,5 %	-0,8 %	-2,7 %	7,8 %	-1,4 %	-4,8 %	-2,0 %	-5,1 %	-1,5 %

German Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0,01	0,406	1,386	138	123	181	160	280
- 1M	-3	-9	-8	-5	-7	-24	-14	-26
YtD	-19	-41	-52	-33	-50	-397	-115	-229

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	23	39	-67	66	37	22	243	393	625	1475	311
- 1M	23	39	-69	78	52	27	280	415	672	1631	327
YtD	-3	7	-92	133	114	39	430	320	1146	3306	658

Equities						
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	7.405,5	13.025,58	2.575,25	3.557,28	5.866,82	9.446,01
- 1M	2,0 %	-0,5 %	2,9 %	3,7 %	1,5 %	5,8 %
YtD	21,9 %	6,6 %	8,7 %	10,4 %	5,3 %	11,7 %

Grafik 18: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)

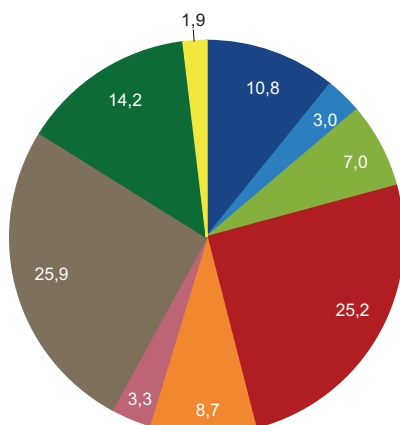
Stichtag	Fonds	Rendite p.a.	Rating liegt zwischen		Mod-Duration	Laufende Rendite p.a.
30.11.12	Ethna-AKTIV E	4,62 %	BBB+	A-	4,97	5,03 %
30.11.12	Ethna-GLOBAL Defensiv	3,55 %	A-	A	5,29	4,33 %
30.11.12	Ethna-GLOBAL Dynamisch	4,34 %	BBB	BBB+	4,21	5,06 %

Grafik 19: Aktuelle Kennzahlen der Ethna Funds

Ethna-AKTIV E

% of Total NAV

- AAA
- AA
- A
- BBB
- NON IG
- Not rated
- Equities
- Cash
- Others



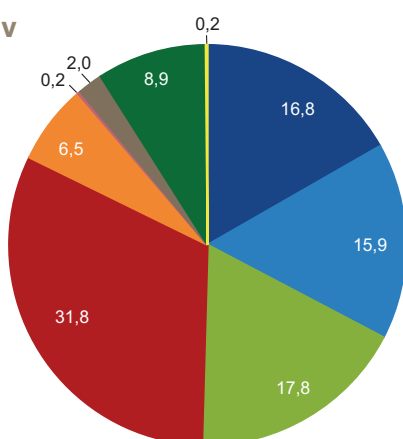
Source: ETHENEA

Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenrating

Ethna-GLOBAL Defensiv

% of Total NAV

- AAA
- AA
- A
- BBB
- NON IG
- Not rated
- Equities
- Cash
- Others



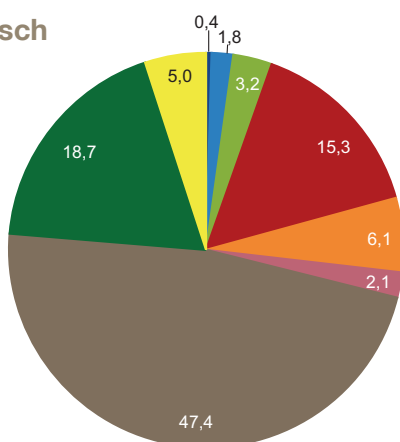
Source: ETHENEA

Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenrating

Ethna-GLOBAL Dynamisch

% of Total NAV

- AAA
- AA
- A
- BBB
- NON IG
- Not rated
- Equities
- Cash
- Others



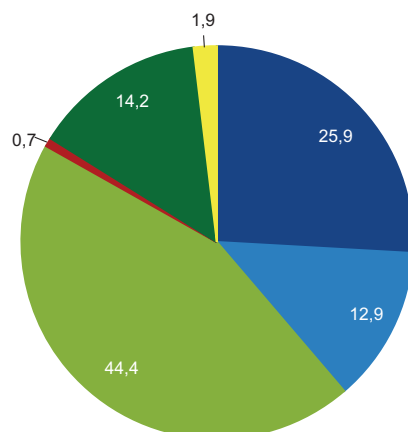
Source: ETHENEA

Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenrating

Ethna-AKTIV E

% of Total NAV

- Equities
- Government Bonds
- Corporate Bonds
- Convertible Bonds
- Cash
- Others



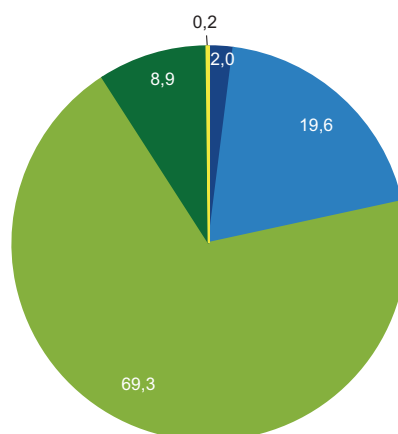
Source: ETHENEA

Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Produktarten mit besonderer Aufsplittung der Anleihen

Ethna-GLOBAL Defensiv

% of Total NAV

- Equities
- Government Bonds
- Corporate Bonds
- Convertible Bonds
- Cash
- Others



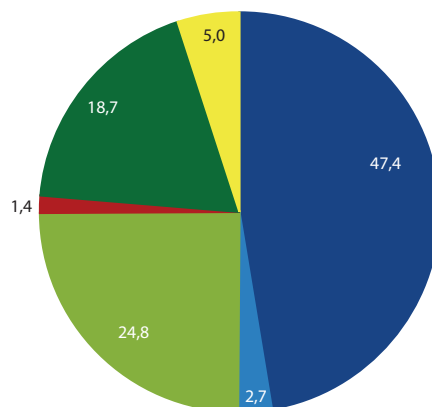
Source: ETHENEA

Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Produktarten mit besonderer Aufsplittung der Anleihen

Ethna-GLOBAL Dynamisch

% of Total NAV

- Equities
- Government Bonds
- Corporate Bonds
- Convertible Bonds
- Cash
- Others



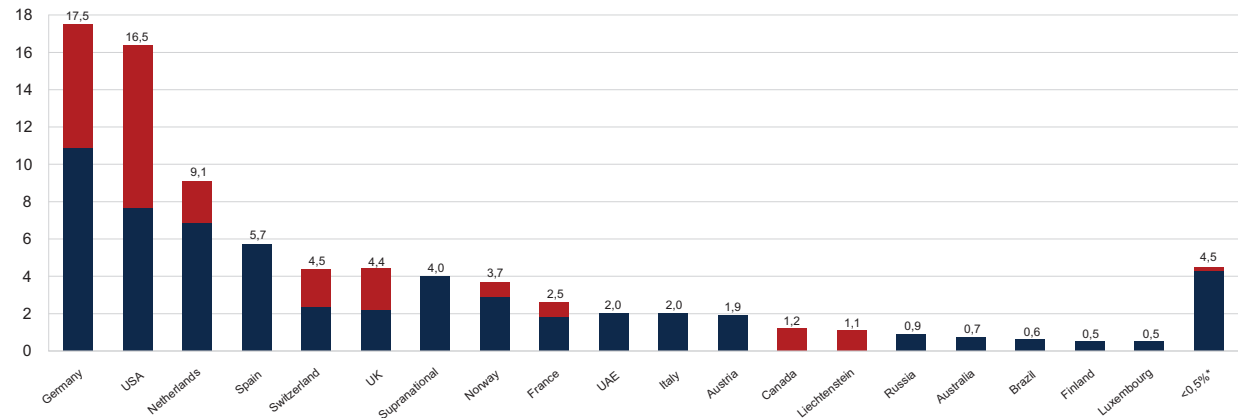
Source: ETHENEA

Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Produktarten mit besonderer Aufsplittung der Anleihen

Ethna-AKTIV E

% of Total NAV

■ Bonds ■ Equities
* including 18 other countries



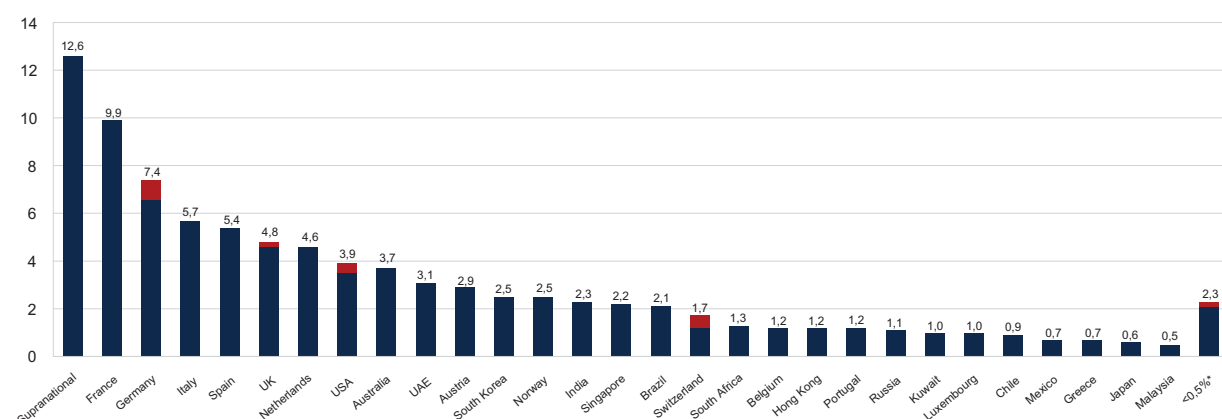
Source: ETHENEA

Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft

Ethna-GLOBAL Defensiv

% of Total NAV

■ Bonds ■ Equities
* including 12 other countries



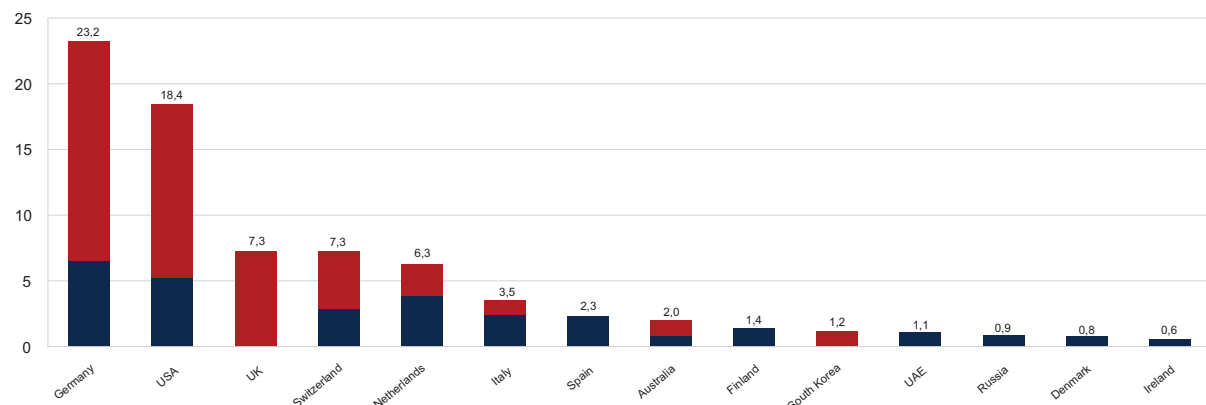
Source: ETHENEA

Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft

Ethna-GLOBAL Dynamisch

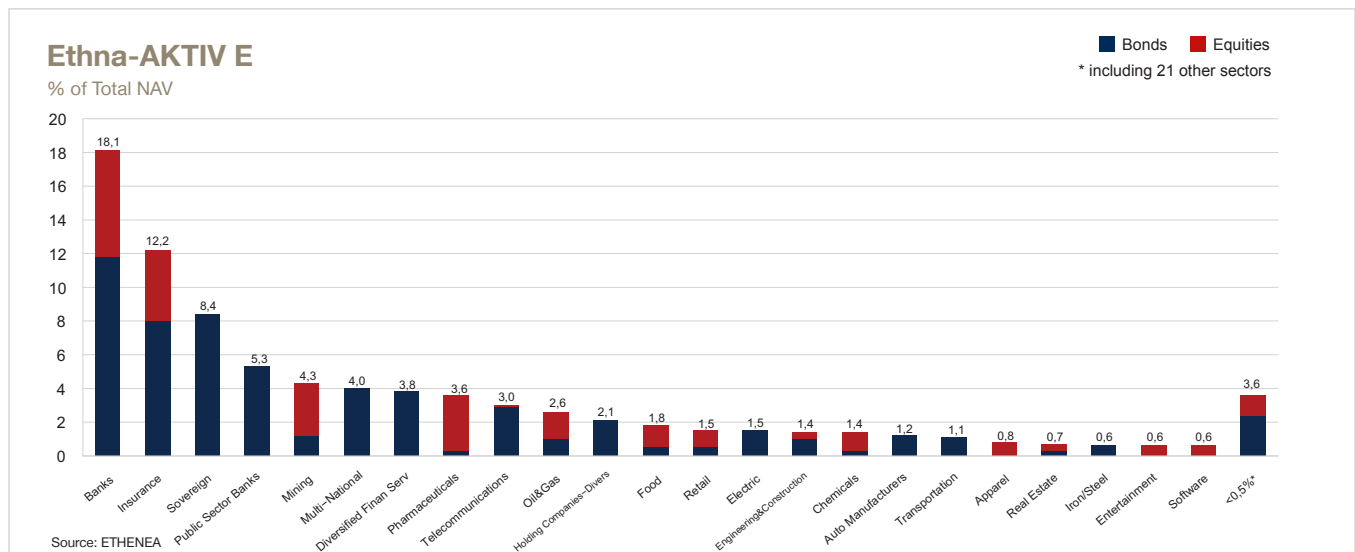
% of Total NAV

■ Bonds ■ Equities

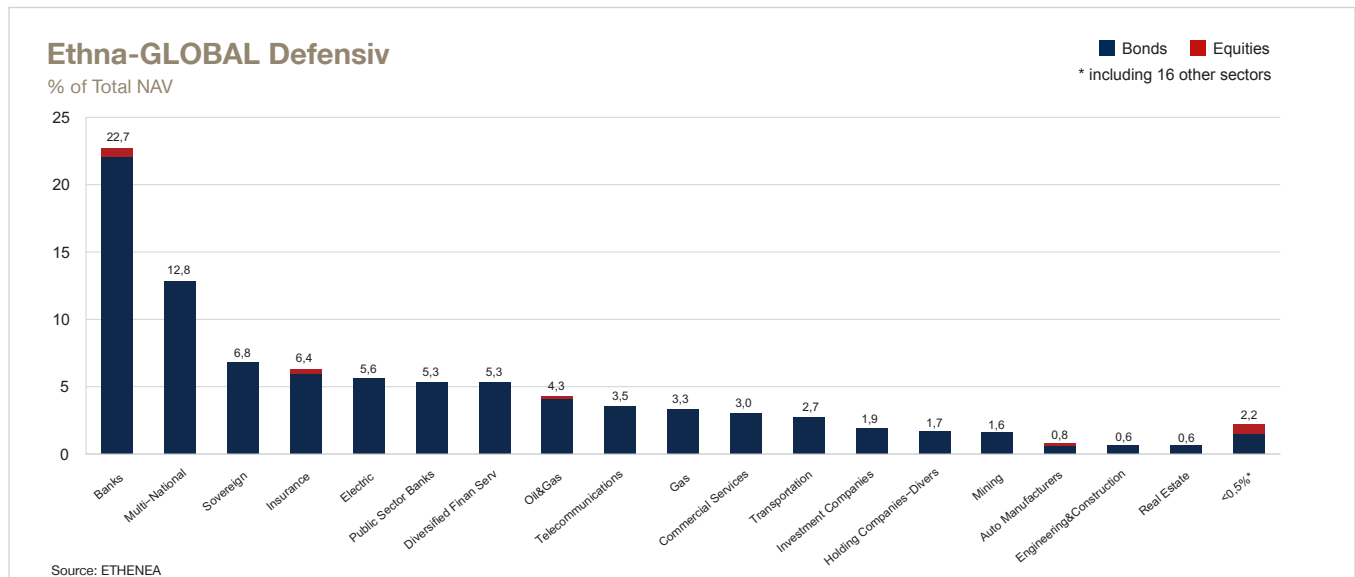


Source: ETHENEA

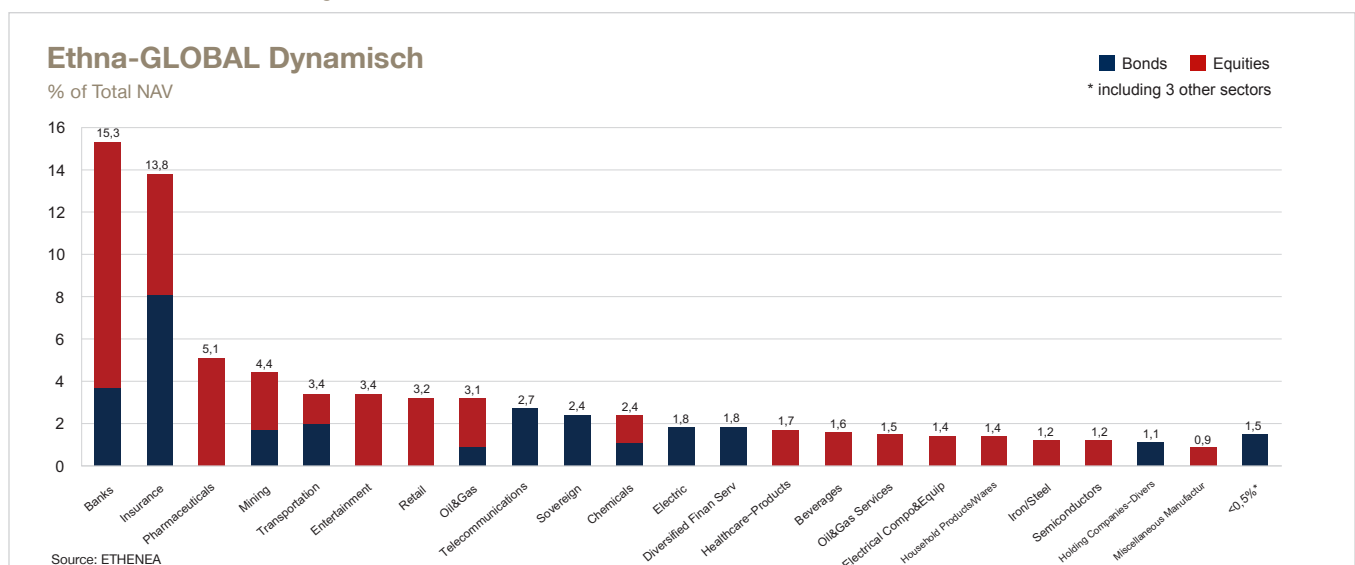
Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft



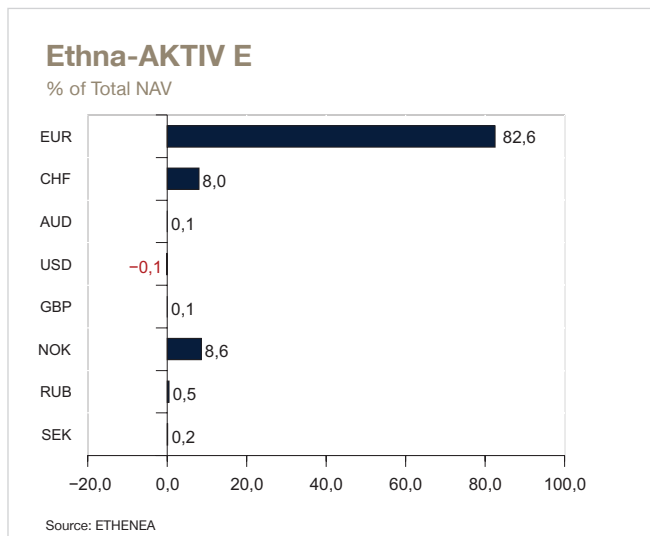
Grafik 29: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche



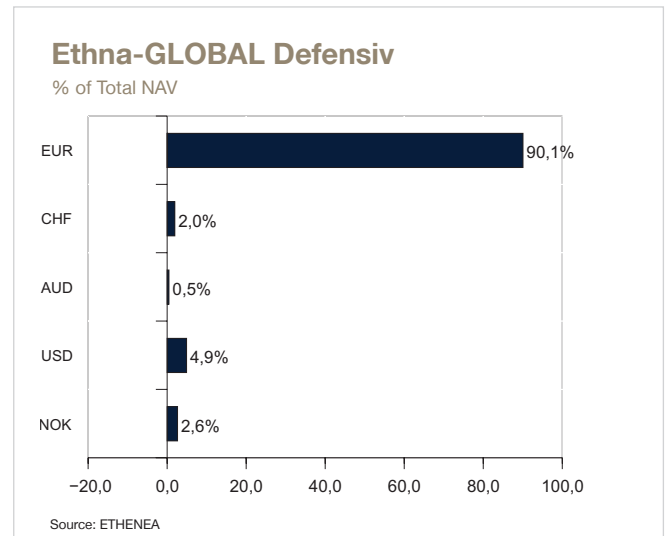
Grafik 30: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche



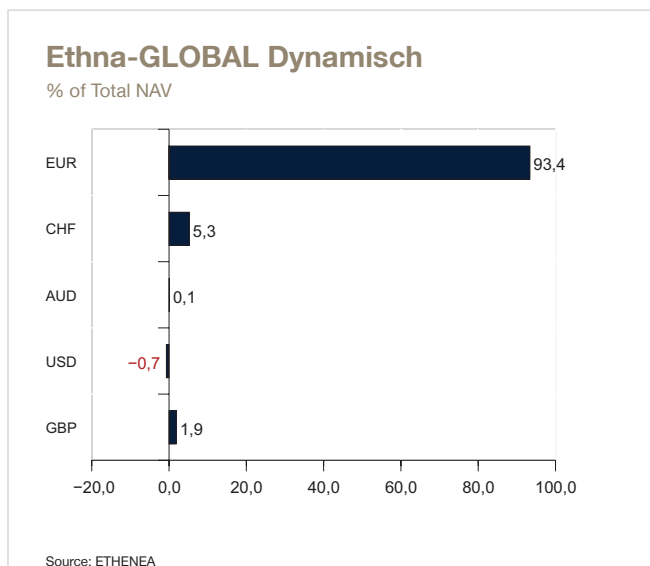
Grafik 31: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenbranche



Grafik 32: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen



Grafik 33: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen



Grafik 34: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Währungen



ETHNA | FUNDS



Das Fondsmanagement:

Guido Barthels (Autor)
Luca Pesarini
Arnoldo Valsangiacomo

In Zusammenarbeit mit unseren Analysten:
Christoph Blieffert, Dorothee Rainis und Andreas Wild

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@ethnafunds.com · www.ethnafunds.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 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, 30.11.2012.