

September 2019 war ein erfolgreicher Monat für die GAMAG-Strategien. Der Monats-Gewinn bei Vola+Value lag bei + 0,36%. Bei G.A.M.A.G Black+White kam es zu einem Anstieg von 2,26%. Grund war die Stabilisierung bei unseren Value-basierten Strategien. Wir hatten Ende August wohl den Punkt erreicht, bei dem endgültig keine Abgabebereitschaft mehr vorhanden war. Bei Daimler etwa errechnete sich bei einem Kurs von 40 Euro eine Dividendenrendite von 7,5%. Unsere Energieinfrastrukturtitel erreichten 12% laufende Ausschüttungen.

Strategie	September 2019	% gg.Vormonat	% seit Handelsstart
G.A.M.A.G Black+White	16.081,75	+2,26%	+470,58%
G.A.M.A.G Vola+Value	12.440,83	+0,36%	+ 48,07%



Unter den weltweiten Fund-of-Funds-Hedge-Fonds erzielte G.A.M.A.G Black+White das zweitbeste Monatsergebnis für den Monat September im Wettbewerb mit immerhin 833 Vergleichsfonds. Unser Deep Value-Ansatz funktionierte nach dem atypischen Rückschlag vom August damit wieder sehr gut. Beide Problemsektoren des August trugen dazu bei. In Argentinien kam es zwar auf der Kursseite zu keinen nennenswerten Verbesserungen. Aber unsere Optionshedges konnten von dieser erwarteten Situation deutlich profitieren und verlorenen Boden gutmachen. Im Öl-Infrastruktur-Bereich übernahmen endlich die exzellenten Fundamentaldaten wieder die Herrschaft über diffuse Konjunkturängste. Und auch unser drittes Problemkind, die Entwicklungsländer-Börsen, kam letztlich gut in Schwung. Das Problem bei den Contrarian-Strategien, die wir einsetzen, war wie ist immer noch, dass die Marktwirtschaft durch die manipulierte Zentralbankwirtschaft im Finanzsektor abgeschafft wurde. Die Zeit, in der die Marktteilnehmer sich mit Unternehmensgewinnen etc. beschäftigen ist vorbei, oder sie ist noch nicht wieder gekommen. Das traurigste Beispiel dazu ist die Börsenentwicklung der letzten 2 Monate.

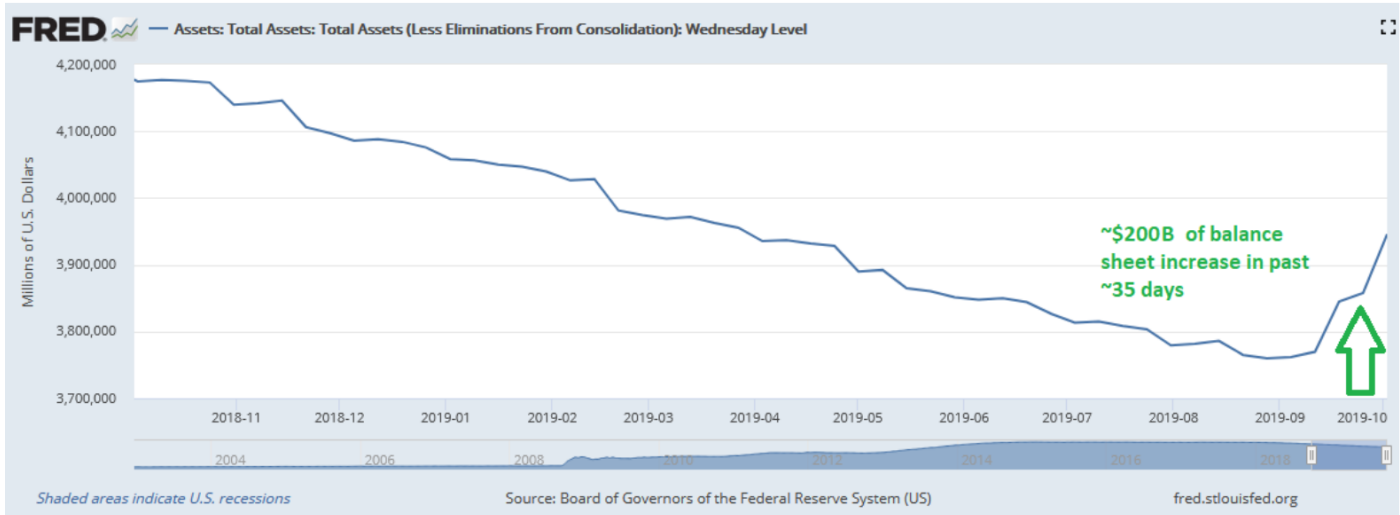
Was hat sich fundamental verbessert? Nichts! Die Industrieproduktion ist jetzt sogar in den USA abgekippt (in Deutschland ist sowieso schon Industrierezession). Was wird sich fundamental wesentlich verbessern? Nichts! Warum haben wir dann eine doch deutliche Aktienmarkt-Rallye gesehen in den letzten Wochen? Weil es eine finanzielle



Anspannung, eine Liquiditätskrise im westlichen Bankensystem gab, weil offensichtlich einige Banken schon mit den geringen Zinserhöhungen und dem geringen Liquiditätsentzug des Jahres 2018 nicht klarkamen. Und deshalb hatten wir ab Juli 2019 fallende Märkte. Nicht so stark, dass man etwas machen müsste. Aber für einen Präsidenten der US-Zentralbank, der schon unter Dauerbeschuss durch einen gewissen anderen Präsidenten lag, wohl zu viel (5% Indexrückgang ist ja heute niemandem mehr zuzumuten. Es ist ja alles eine Krise. Da müssen wir sofort etwas tun). Und so gab auf die erregten Anrufe von

Banken wie vielleicht auch aus dem Umfeld jenes anderen Präsidenten unser lieber „Drogenonkel“ Mr. P. bei der FED in New York den Märkten gleich mal einen ganz starken Liquiditätsschuss.

Endergebnis des Versuchs auf der Höhe der Konjunktur wenigstens ein wenig der 4 000 Milliarden Dollar, die nach der „Finanzkrise“ seitens der FED in das System gepumpt worden waren, einzufangen: 400 Milliarden zurückgeführt von Ende 2018 bis September 2019, und dann aber sofort der nächste Schuss, 200 Milliarden frisches Geld in 6 Wochen! Also genau nichts normalisiert, und dies ist nun die Ausgangsbasis für Handlungsmöglichkeiten in der nächsten Krise! Und wenn die Märkte schon mit so ein bisschen Zinserhöhung nicht klarkommen in der Hochkonjunktur, was passiert dann eigentlich, wenn es mal ein bisschen ungemütlicher wird? Unsere Bewertung: Es ist jetzt klar, dass jede Art wirtschaftlicher Vernunft weiter ausgeschaltet bleibt. Dieses Spielchen wird sich nach unserer Einschätzung aber



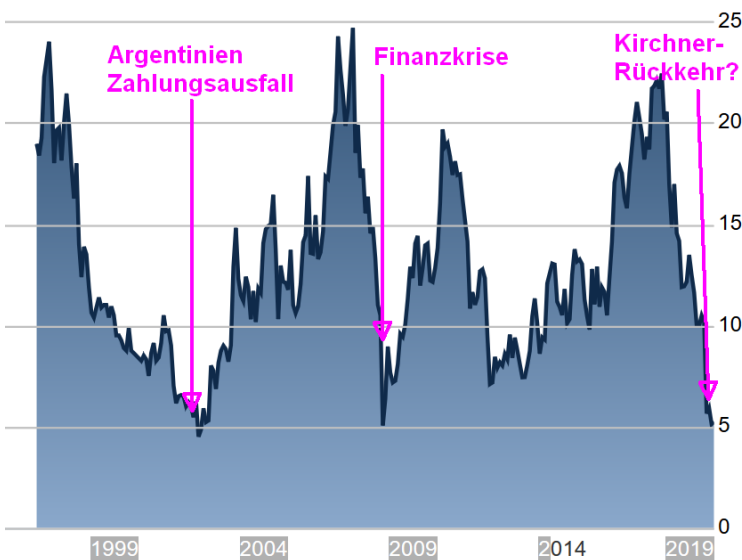
maximal noch bis zur US-Wahl im November 2020 durchhalten lassen. Unsere Gesamtwertung: Die fundamentalen Probleme müssen angepackt werden. Man kann nicht immer alles mit frischem Geld zukleistern. Sobald der extreme politische Druck, auch nur jeden kleinsten Rückgang zu verhindern, nicht mehr gegeben ist, wird es zu einer Korrektur kommen, oder im Falle wirtschaftsfeindlicher Politiken zu einem Crash. Wir bleiben damit im Bären-Camp: 0 bis -10% bei Trump-Wiederwahl. -30% bei Warren.-20% bei Biden. [Hedge-Fonds-Manager Tudor hat eine aktuelle Umfrage unter Money-Managern veröffentlicht: Deren Warren-Szenario entspricht unserem. Nur das Trump-Szenario ist deutlich besser](#), was wir wie gesagt bezweifeln. Was ist damit aber sicher? Wir laufen auf massive Schwankungen zu, je nachdem welche Kurzfrist-Wahl-Stimmung mal eben wieder dominiert. Mit Börsengewinnen bis November 2020 sollte niemand rechnen, es sei denn die Meinungsumfragen würden klare Ergebnisse bringen. Wie engagieren wir uns damit?

G.A.M.A.G Black+White

Wir bleiben bei Black+White auf „Alarmstufe Gelb“. Der Crash wird mit allen Mitteln zu verhindern versucht werden. Ob es klappen wird, wir werden sehen. Investiert sein in diesem Umfeld wollen wir auf Indexbasis eher nicht. Wir bleiben bei unseren Deep-Value-Strategien. Sie haben uns im August Probleme beschert hauptsächlich durch Argentinien. Kurz zum Hintergrund. Argentinien musste bekanntlich 2002 den Staatbankrott erklären, zahlte die Zinsen auf Staatsanleihen nicht mehr. Teilweise stimmten private Gläubiger einer Umschuldung zu. Es kam aber auch zu einer länger andauernden Auseinandersetzung mit Hedge Fonds, die nicht bereit waren umzuschulden. Diese wurde erst mit der Wahl des Konservativen Macri, der die Links-Sozialistin Kirchner als Präsident 2015 ablöste, gelöst. Plötzlich war Argentinien wieder kreditwürdig in der dummen Denke der die Finanzbranche zunehmend beherrschenden Juristen, und wurde aufgrund der in den Jahren des Ausschlusses von den internationalen Kreditmärkten auf 25-30% vom Bruttosozialprodukt gefallen Staatsverschuldung mit Krediten nur so zugeworfen. Der argentinische Real erlebte eine massive Rallye. Argentinien konnte 2017 sogar eine 100-Jahresanleihe mit allerdings einem Kupon von 7% platzieren. Die Ernte 2017/18 fiel dann bedingt durch ein Dürre schlecht aus. Der starke Peso hatte die Exporte noch zusätzlich verteuert. Die Umstellung der Wirtschaft durch ein scharfes Austeritätsprogramm kostete Inlandswachstum. Innerhalb eines Jahres kollabierte das Wachstum, wurden die frischen neuen Kredite schon wieder zu einer schweren Last. Im August 2019 kam es zu einer politischen Aufruhr, als die Masse der Bevölkerung die konservative Politik nicht weiter mit tragen wollte. Die argentinische Börse kollabierte am 12. August mit -25% Tagesverlust zusätzlich zu rund 7% Währungsverlust. Innerhalb von nur 2 Wochen war die konservative Regierung wieder da, wo sie Argentinien übernommen hatte, musste Kapitalkontrollen einführen, und mangels Umfinanzierungsmöglichkeiten die Tilgung fälliger Staatsanleihen aussetzen. Die „Investoren“, die da Argentinien ja 2016 plötzlich keine Kreditprobleme mehr hatte, das Land mit Geld zugeworfen hatten, mussten aufgrund derselben dummen Regeln, die eine Aufnahme in Anleihen-Indizes erlaubt, und damit ein Investment geradezu erzwungen hatten, aufgrund dieses selective default (teilweiser Zahlungsausfall), und damit Zurückstufung in den Bereich der nicht investierbaren Anleihen, alle Bestände auf den Markt schmeissen, was zu einem völligen Desaster führte.



Ein Sprung von 11% auf 21% Rendite am ersten Tag in der 4 5/8 Staatsanleihe fällig Januar 2023, also für den mittleren Laufzeitenbereich, hier: 4-Jahre, und dann ein weitere Kollaps bis auf 40% Jahresrendite. Auf der Kursseite werden argentinische Anleihen so um die 40% vom Nennwert gehandelt, bieten also 150% Kursgewinn neben laufenden Renditen von 25% p.a. Dies unterstellt natürlich, dass es zu keinerlei Umschuldungen, Zeitverzögerungen, Zinsanpassungen etc. kommt, etwas, was eine zu optimistische Annahme ist. Allerdings sollte man dabei zwei Faktoren bedenken: Die aktuelle Ernte wird überdurchschnittlich ausfallen. Im Februar ist Erntesaison. Dann kommt es also zu massiven Ernteeinnahmen und damit Devisenzuflüssen. Zweitens hatte Argentinien anders als Griechenland 2017



bereits einen Primärüberschuss der Staatseinnahmen über die -ausgaben von 2% erzielt. Drittens ist die aktuelle Staatsschuld nur bei 60% des Bruttozialprodukts und gilt für argentinische Unternehmen ähnliches wie für Argentinien selbst: Sie sind nach westlichen Maßstäben eher unterfinanziert. Ein Verhältnis von 50% Eigenkapital zu 50% Fremdkapital ist hier schon das Maximum. Damit existieren bei argentinischen Unternehmen hohe Risikopuffer und – ein Überbleibsel aus der Zeit vor 2015 – alle Exportunternehmen verfügen über massive Dollarbestände, können typisch aus ihren Exporteinnahmen aufgrund der geringen Finanzierungsquote doch recht einfach die Zinsen noch bedienen trotz Inlandsumsatzrückgang, insbesondere weil ihre Personalkosten durch den Peso-Verfall

deutlich zurückgegangen sind. Die allgemeine Investorenpanik hat gerade bei den exportorientierten Unternehmen dennoch zu massiven Kursverlusten geführt. Der vorstehende Chart zeigt die Kursentwicklung eines der größten börsengehandelten Immobilien- und Landwirtschaftsunternehmen. Mit nur noch 25% des Kurses vor einem Jahr wird das Unternehmen nur noch mit 55% des Buchwertes gehandelt. 55% des Wertes, der bei einem Immobilienunternehmen typisch zu gering ist, da er typisch aus Anschaffungspreis minus Abschreibungen sich ermittelt, damit im Zeitablauf fällt, während der Wiederverkaufswert von Immobilien typisch inflationsbedingt steigt, womit massive stille Reserven entstehen.

Wir kennen das Konglomerat und seine Geschichte seit 20 Jahren. Es war uns nur in den letzten Jahren leider immer zu teuer. Jetzt ist es massiv zu billig. Aber die wahre, deutlich sicherere, Chance sind Anleihen dieses Konglomerats, die aktuell 25% Rendite abwerfen. Das sind Traumkonditionen im aktuellen Umfeld, wie wir sie letztmalig Anfang 2009 in der Finanzkrise gesehen haben. Wir sehen Argentinien – und dies wäre dann viertens - als hochlukrativen Sanierungsfall, wo durch die konservative Regierung Macri einiges an Umstrukturierungen schon erfolgt ist, und jetzt, und dies ist das wichtigste, die Wahl nicht einen Kantersieg der Linken gebracht hat, sondern im Oberhaus sogar sich die pro-Marci-Stimmen erhöht haben, so dass die Linke jetzt nicht durchregieren kann, sondern bei quasi allem, was hier relevant ist, ein Gesetz benötigt, also bei Enteignungsideen etc., auf einen Kompromiss mit der Rechten angewiesen ist, die im Oberhaus die Mehrheit hat.

G.A.M.A.G Vola+Value



Volatilität fast wieder auf Allzeit-Tief, dies war die Ausgangslage im August. Es folgte ein kurzer durchaus schon aggressiver, explosiver Anstieg bis gerade über die Niveaus von 22/23, ab denen normalerweise dann die verschärfte Vola-Explosion beginnt. Da aber mit der Erwartung des Gelddrückens durch die Zentralbanken die Crash-Erwartung schnell wieder verschwand, beruhigte sich auch die Erwartung für zukünftige Kursschwankungen wieder. Wir sind aktuell wieder

da, wo wir im August waren. Noch einmal ist die große Bewegung nach unten abgewehrt worden. Angesichts der massiv auseinandergehenden Markterwartungen für 2020 dürfte dies nun aber die letzte Ruhe vor dem Sturm sein.

Zusammenfassung:

- 1) Es gibt endlich wieder Märkte, an denen man mit Risikopuffer investieren kann, mit deutlichen Abschlägen unter Buchwert kaufen kann. Argentinien, Energieinfrastruktur seien hier nur als Beispiele genannt. Wir nehmen diese Chancen mit G.A.M.A.G Black+White wahr.
- 2) Die Volatilität ist viel zu gering angesichts der massiven und zunehmenden politischen Spannungen in quasi allen Gesellschaften weltweit. Die Argentinien-Panik sollte hier genauso wie die Abgaben in Hongkong als Warnung dienen dafür, was ein Nichterfüllen der Friede-Freude-Eierkuchen-Erwartung der Märkte schnell mit sich bringen kann, massive Verluste. Eine Zunahme der Marktschwankungen ist für uns eine relativ gesicherte Annahme für 2020. G.A.M.A.G Vola+Value ist entsprechend positioniert.
- 3) Die Irrationalität der Märkte befeuert durch die Minuszinsen nimmt immer weiter zu. Wir investieren in das, was bleibt, Sachwerte, konservativ und abgesichert. Und wenn wir Sachwerte aufgrund wirtschaftlicher Verwerfungen noch mit massiven Discounts erwerben können, dann investieren wir umso lieber.
- 4) Unten kaufen und wegschließen von wirklichen Substanzwerten bleibt unseres Erachtens nach die einzige Strategie, um sich vor den Finanzblasen zu schützen und der Einsatz von Optionen um die Risiken asymmetrisch auf andere zu verlagern.