

Manager-Report April 2008: Die Finanzkrise und das globale Dorf

Die Aktienbörsen erlebten im April eine deutliche Erholung von den Tiefschlägen des März. In einer man könnte schon sagen gut inszenierten Public-Relations-Aktion seitens Banken und Zentralbanken wurde der Eindruck erweckt, das schlimmste der Kreditkrise sei ausgestanden. Besser als erwartet ausgefallene Wachstumsdaten verstärkten diesen Eindruck beim unbedarften Publikum. Nichts ist jedoch realitätsferner. Die Zeit der Krisen hat erst begonnen.

Bisher wurde öffentlich die systemische Seite der Finanzkrise beleuchtet, die Bank-Provisionsmaschinerie: Vertriebsmitarbeiter in Banken bekamen Provisionen für die Vermittlung von Geschäften, z.B. Abschluß eines Kreditvertrages mit einem nicht leistungsfähigen Subprime-Kreditnehmer. Bank-Vorstände bekommen Boni für eine Ausweitung des Geschäfts. Das Geschäft war Bündelung von Hypotheken und Verkauf von Schuldverschreibungen an Investoren. Chefs wie ihre Mitarbeiter waren naturgemäß nicht daran interessiert genau hinzuschauen, ob die Kredite auch sinnvoll waren bzw. bezahlt werden könnten oder in der kriminellen Variante haben im Wissen, dass diese wahrscheinlich nicht bezahlt werden könnten, trotzdem den Vertragsabschluß herbeiführten, weil es ja eine Provision gab.

Dies ist sicher ein wichtiger Aspekt und einer der Hauptgründe, warum wir ausschließlich bei Managern investieren, die mit wesentlichen Teilen ihres Privatvermögens in den Projekten involviert sind zu deren Ausweitung sie Geld von uns haben wollen. Und selbstverständlich gilt dies auch für die gesamte GAMAG-Firmengruppe: Solange die Geschäftsführung wie bei uns der größte Investor in der Gruppe ist, braucht sich niemand Sorgen zu machen, dass etwa aus irgend welchen kurzfristigen Provisionsinteressen das Vermögen riskiert wird. Wir sind Investor und betreiben unser Geschäft, weil wir durch Investition unseres Kapitals in ertragreichen Projekten dieses vermehren wollen. Eine Bank betreibt Fonds, weil daran eine Vertriebsprovision und Management-Provision zu verdienen ist. Banken sind wunderbar geeignet, um in einem regulierten Umfeld Finanzinstrumente für uns zu beschaffen und zu verwahren. Das können sie. Da macht die Provisionsorientierung auch keine Probleme: Eine Beschaffungsdienstleistung wird mit einem Beschaffungspreis abgegolten. Für vermögensverwaltende Tätigkeiten, die Entscheidung darüber welche Investitionen eingegangen werden, ist diese Struktur jedoch völlig ungeeignet. Wer einer Bank Geld gibt, muß sich nicht wundern, wenn es im provisionsträchtigen Investment und nicht im ertragsreichsten landet.

Es gibt jedoch noch viel tiefer gehende Gründe für die Finanzkrise. Weil es nach dem Technologie-Crash bis heute in der Breite keine großen Ideen gibt, wie man die westlichen Staaten in großem Stil nach vorne bringen kann, etwas vergleichbares schaffen kann, wie mit den Investitionen in die mobile Kommunikation, das Internet, die Digitalisierung von Informationen etc. in den 80er und 90er-Jahren, wurde das viel zu viele billige Geld, mit dem speziell die US-Zentralbank nach dem Platzen der Technologie-Blase aus Rezessionspanik die Märkte 2001-2003 überschwemmte, in den Sektor gepumpt der immer schon als risikoarm und wertbeständig aufgefasst wird, nämlich Häuser, wo auch wieder mal eine Reihe von Jahren die Preise gestiegen waren, was es gemäß Herdentrieb immer viel leichter macht zu "investieren". Dies ist eigentlich die Kernursache.

Es gab in den letzten Jahren genau ein großes Thema, in das man investieren konnte und dies war die Aufholjagd der unterentwickelten Länder. Zugegebenermaßen hat dieses viele Facetten: Den Anstieg der Rohstoffpreise als Folge der neu auftretenden Nachfrage. Die Entwicklung von Ersatztechnologien, wie etwa Solar, Biosprit etc., weil die Rohstoffe sich so verteuert haben. Aus Sicht des Westens ist dies jedoch keine positive Entwicklung, kein Mehr an Lebensqualität, sondern eher ein Verteidigungswettkampf um gesamtgesellschaftlich das Niveau zu halten.

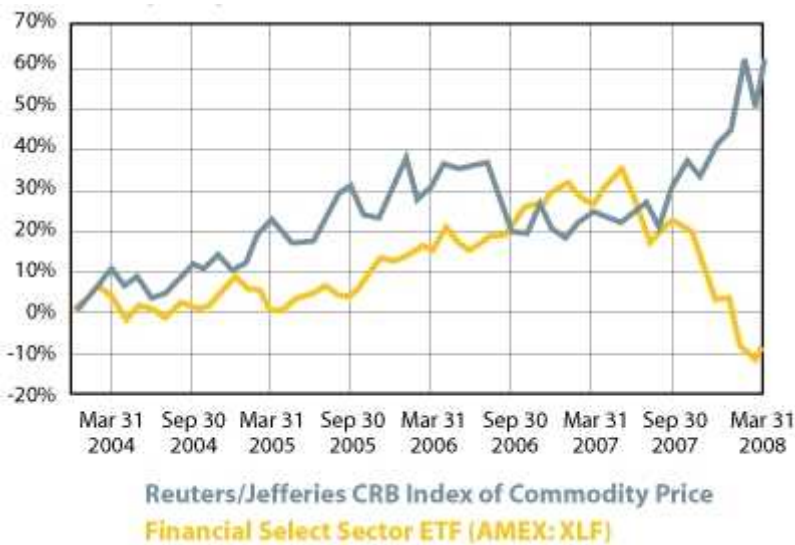
Die Kernfragen sind: Wie kann z.B. eine deutsche Gesellschaft langfristig wettbewerbsfähig bleiben, wenn sie ihren Hartz IV-Empfängern dauerhaft mehr zahlt, als ein Ingenieur in China verdient, und diese, statt als Bauarbeiter für 50 Euro im Monat in Shanghai Wolkenkratzer zu bauen und dabei etwas für die Gesellschaft zu tun, die Linke wählen um ihre Mitbürger noch weiter zu bestehlen? Wie soll es möglich sein, dass ein deutscher Ingenieur langfristig so viel produktiver ist, dass er den deutschen Hartz IV-Empfänger mit durchfüttern kann und dies auch noch bei einer sich rapide verschlechternden Altersstruktur? Kurzfristig ist Friede-Freude-Eierkuchen-Zeit. Die Steuereinnahmen sprudeln, weil die Expansion in Ost und Fernost deutsche Investitionsgüter nötig macht. Das erschreckende dabei ist aber, dass sowohl in Russland wie in China die Devisenreserven steigen und zwar explosionsartig. Normalerweise sollte eine Zeit des Investierens eine Zeit sein in der man Verluste macht, weil logischerweise zunächst Maschinen angeschafft werden, was kostet, die Erträge aber erst in den Folgejahren kommen. Das sollte bei einem Staat nicht anders sein, als bei jedem Privatunternehmen. Hier wirkt aber Friedmans Theorie des permanenten Einkommens. Danach haben Menschen Konsumgewohnheiten, die sie nur langsam ggf. unter massivem Druck ändern. Gibt man einem Menschen mehr Geld, dann konsumiert er dieses nicht sofort, sondern typisch genauso wie zuvor und spart dieses statt dessen. Nur wenn er aufgrund seiner langfristigen Vermögensbeurteilung zu dem Schluß kommt, er könne sich eine andere Wohnung, Haus, Auto etc. leisten, dann erwirbt er dieses und geht dann auf ein anderes langfristiges Konsumniveau über. Kurze Konsequenz: Die Chinesen könnten eigentlich mehr und höherwertig konsumieren, haben sich aber noch nicht daran gewöhnt und sparen rekordhohe 40% ihres Einkommens. Dies ist der Grund dafür, dass die chinesischen Devisenreserven im April 2008 schon wieder um rund 75 Mrd. USD auf 1760 Mrd. USD angestiegen sind. Und deshalb haben die US-Amerikaner zu windigen Kreditaufnahmen gegriffen um ihr Konsumniveau zu halten und zu erhöhen, obwohl ihre Einkommen dies nicht zuließen, was dann einer der Gründe für die Finanzkrise war, Cash-Out/Refinancing auf Basis gestiegener Hauspreise (vgl. [dazu USA im Schuldturn](#)).

Durch ein kurzes weiteres Kettenbrief-Spielchen in Form von Steuerschecks, die die US-Bürger in den letzten Wochen erhalten haben, wurden die notwendigen Anpassungsmaßnahmen bzw. der Druck zu diesen wieder mal ein wenig gedämpft und letztlich private Schulden zu staatlichen gemacht. Die fallenden Häuserpreise, die steigenden Spritpreise und andere Faktoren werden jedoch nach den US-Wahlen im November eine harte Konsolidierung erzwingen. So postuliert etwa ein aktueller [Regierungs-Bericht die Zahlungsunfähigkeit des US-Gesundheitssystems in nicht allzu ferner Zukunft](#).

Ist die Finanzkrise also vorbei? Wenn die Frage ist, ob es kurzfristig wieder billiges Geld geben wird: Nein. Es ist viel Geld vernichtet worden. Viele hundert Milliarden. Gebranntes Kind scheut das Feuer. Die Kreditabteilungen der Banken sind nach unseren Erhebungen weiterhin sehr reserviert und versuchen Kreditvergaben eher nicht vorzunehmen. Ganz große internationale Unternehmen bekommen wieder Geld. Aber kleinere lokale und private Schuldner eher nicht. Dies wird und kann sich kurzfristig nicht ändern. Andererseits wurden allein seitens der US-Zentralbank seit Juli 2007 mehr als 500 Mrd. USD in den Markt gepumpt um einen völligen Kollaps zu verhindern. Das System selbst hat also einiges an neuem frischen Geld. Es benötigt es aber auch aufgrund der Ausfälle.



Kommt ein neuer Aktienaufschwung? Wir haben diesmal eine schnellere Reaktion der US-Zentralbank als 2000/2001. Die Zinsen sind aktuell schon wieder unten. Weitere Zinssenkungen sowieso weder wünschenswert noch möglich. Das billige Niveau kann den Markt ausreichend stützen um einen großen Crash zu verhindern. Aber es wird unseres Erachtens noch einen guten Ausverkauf geben. Es droht ein heißer Sommer. Der S+P 500 sieht jedenfalls brandgefährlich aus. Eigentlich genauso, wie vor dem Crash 2001. Massives Unterschreiten des 10-Monats-Durchschnitts. Heranlaufen an den Durchschnitt von unten. Und jetzt? Freier Fall bis 1150? Das wären gute 20%. Die Chance-Risiko-Relation ist sehr ungünstig. Und da dieses Bild sich leider an einer Vielzahl von Märkten findet, bleibt nichts übrig, als nach anderen Strategien möglichst weit weg von der Aktienanlage zu suchen.



Reaktion auf die Kapitalspritze der Zentralbanken war eine Hyperhausse in den Rohstoffen. Das freie Geld wurde also in steigende Preise und damit Inflation umgesetzt. Demnach sind natürlich auch alle gängigen Wachstumsstatistiken geschönt. Es hört sich gut an und beruhigt ein paar geistig nicht rege Zeitgenossen, wenn das Bruttosozialprodukt in den USA ganz entgegen den Erwartungen seit Jahresanfang doch gestiegen ist. Dann sind die Auswirkungen der Finanzkrise wohl nicht so schlimm? 1% Anstieg bei 4% Inflation macht 3% realen Rückgang. Aber die 1% hören sich doch viel besser an, oder?

Die geschönten Inflationszahlen der Regierungen sollten nicht darüber hinwegtäuschen, die Welt so zu sehen, wie sie ist: Stagflation. Die Preise steigen. Die Einkommensmöglichkeiten nicht. Der Milchbauerstreik und andere Streiks sind nur Folge dieses Preisdrucks. Ausgehend von dem massiven Druck bei den Primärrohstoffen kommt es jetzt zu Druck in der gesamten Realwirtschaft. Und damit haben die Menschen am Schluß eben doch wieder real weniger in der Tasche, ein vermindertes Wohlstandsniveau.

Allokation Black+White

April war ein erfolgreicher Monat. Mit 17513,19 konnte ein Teil des März-Verlustes wieder aufgeholt werden. Besser noch: Im Mai setzte sich diese Tendenz dann verstärkt fort. Die aktuelle Situation ist

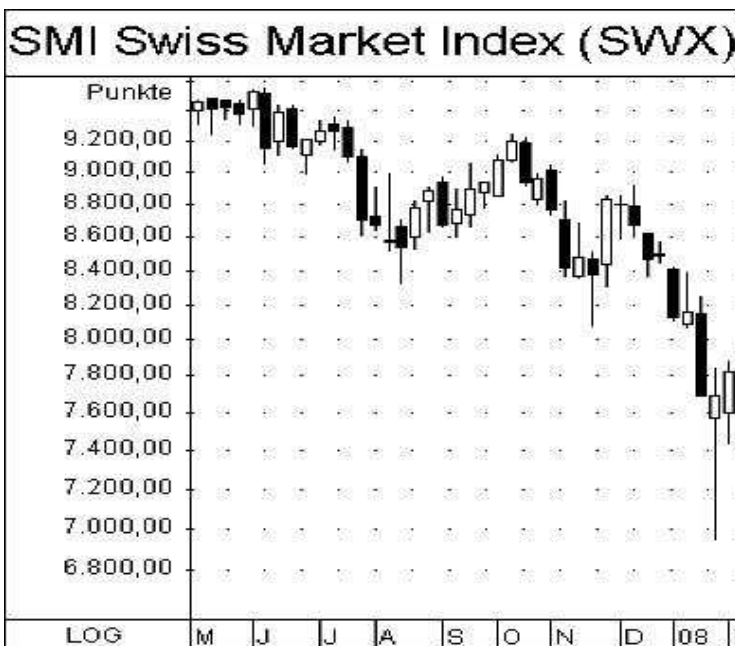
investmentstechnisch nicht einfach. Wir haben massive Rohstoff-Inflation. Aber die kurzfristige Preisentwicklung schreit geradezu nach einer Konsolidierung. Rohstoffaktien sind gut gelaufen und eignen sich aufgrund ihrer hohen Kursausschläge sowieso nicht für ein vermögenssicherndes Depot. Die Emerging Markets sind langfristig weiter interessant, aber gerade der Crash in China seit Jahresanfang macht die Risiken klar. Die etablierten Börsen sind aufgrund der gerade beschriebenen Probleme auch nicht attraktiv. Vermögenssichernde Investments sind hier überall kaum möglich. Weg von Aktien. Hin zu stabileren Assets wie privaten Finanzierungen und Nischen-Hedge Strategien mit wirklichem Alpha bleiben die Erfolgsstrategie.

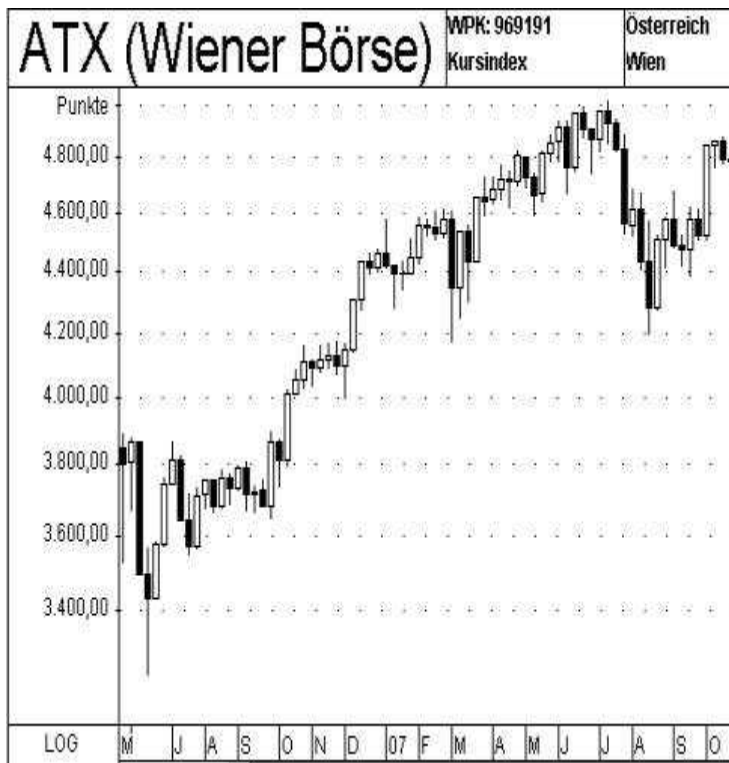
Wir haben etwa im April und noch mehr im Mai gute Gewinne in exotischen Energie-Segmenten gemacht, wie etwa unserem Hedgefonds, der Elektrizität am Energiemarkt in Norwegen, Schweden und Finland handelt. Seit Jahresanfang wurden hier schon 12,5% verdient. Unsere PIPEs liefern schöne konstante Monatsergebnisse. Etwas problematisch war die Situation für unsere Micro-Cap-Finanzierungen, wo zum ersten Mal seit über 1 1/2 Jahren ein 3,5%iges Minus hingenommen werden musste.

Unsere neuen Investments in Energieinfrastruktur, von Pipelines über Terminals bis hin zu Schiffen, die im März-Ausverkauf völlig unberechtigt unter die Räder gekommen waren, entwickelten sich sehr erfreulich. Da diese jedoch erst im Verlauf des April und dann weiter im Mai aufgebaut wurden, waren sie noch nicht ergebniswirksam. Hier sehen wir jedenfalls im Schnitt 1-1,5% pro Monat an Renditechance. Hier gibt es speziell in der aktuellen Energie-Situation noch eine der letzten Möglichkeiten wirklich billige Öl- und Gasreserven zu erwerben, was wir sehr gerne tun.

Daneben muss man vor dem Hintergrund des oben gezeigten Aktienszenarios natürlich sich Gedanken über massive Absicherungen machen von allem, was von einem etwaigen Aktiencrash betroffen sein könnte. Wo wir noch teilweise Aktienrisiken ermittelt haben, haben wir konsequente Puts bis Ende September im Portfolio. Der Crash kann kommen. Ein weiteres Merkmal unserer aktuellen Strategien ist die Liquidität. Bedingt dadurch, dass unserer Finanzaktivitäten kurzfristiger Natur sind, haben wir einen permanenten positiven Cash Flow und unsere kurzfristige Liquiditätssituation ist ausgezeichnet.

Der Monat Mai wird ebenfalls mit einem deutlichen Plus beendet werden. Ob wir schon im Mai oder erst im Juni neue Allzeit-Höchststände erreichen werden ist aktuell die einzige offene Frage. Wir exekutieren die Strategie, die wir schon im März-Report beschrieben haben und dies funktioniert immer besser.





Die Aktien haben sich schneller und stärker - wie wir meinen unberechtigt stark - von ihren März-Tiefständen erholt. Wir sehen deutliche Rückschlagspotential, sind davon aber aufgrund unserer Strategien wenig betroffen und wollen wenn überhaupt daran verdienen.

Allokation Vola+Value

Wir konnten den April mit einer deutlichen Erholung von den Vermögensergebnissen per Ende März abschliessen. Der Vola+Value-Index legte 63 Punkte auf 12927,55 Punkte zu. Auch bei Vola+Value setzt sich die erfreuliche Tendenz im Mai verstärkt fort. Wir sehen auch hier für die Folgemonate gute Möglichkeiten. Wir setzen auch bei Vola+Value aktuell verstärkt auf den Rohstoff-Sektor. Der Megatrend Rohstoffe ist nicht vorbei. Dazu müsste erstens die Anzahl von Menschen auf dem Planeten zurückgehen und zweitens die bestehenden weniger konsumieren. Es wird zwar ein Schrumpfen des Konsums im Westen unausweichlich sein. Sowohl die Ölmilliarden als auch die Devisenreserven Chinas machen es jedoch möglich, dass diese Rückgänge aufgefangen werden. Insofern scheidet ein völliger Zusammenbruch dieser Aktien aus. Hochvolatil seitwärts ist das wahrscheinlichere Szenario.

Dasselbe gilt für den Solar-Bereich. Mit den steigenden Kapazitäten wird spätestens 2010 Grid-Kompatibilität erreicht, kann also Solarstrom genauso billig oder teuer produziert werden wie solcher aus fossiler Energie (wenigstens in einigen Regionen unserer Welt) und dies wird zu massiven weiteren Investitionen in diesem Sektor führen. Die Schwankungsbreite der Kurse ist hier extrem. Des ist aber auch gut so, denn nur so lassen sich attraktive Optionsprämien vereinnahmen.

Daneben setzten wir auf Finanzierungsgesellschaften. Wir haben das Thema Kreditklemme für kleinere Gesellschaften schon angesprochen. Hier sind aktuell 12-13% zu machen, nach den Ausverkäufen im März. Durch geschickten Einsatz von Optionen sollten es noch ein paar Prozent mehr werden können.

Das Thema Energie-Infrastruktur ist auch unter Optionssicht interessant. Die Volatilitäten sind hier zwar gering. Dies gilt jedoch auch für das Risiko. Hier können sehr risikoarme konstante Prämien erzielt werden.

Insofern denken wir auch hier unser Ziel konstanter Ertrag erreichen zu können und sehen sehr gute Möglichkeiten. Die Welt wird nicht untergehen, aber sie wird schwanken. Und daran wollen wir weiter verdienen.