

Manager-Report April 2009 und Ausblick Mai: Starker Monat führt in beiden Programmen zu hohen Gewinnen; Mai weiter positiv

Wie schon im Vormonatsreport beschrieben läuft die Entwicklung unserer Handelsstrategien weiter voll nach Plan. April 2009 war einer der besten Monate seit langem. Unser beiden Strategien verdienten mit + 3,23% (Black+White) sowie + 3,03% (Vola+Value) deutlich. Diese Entwicklung setzt sich im Mai fort. Auf Basis der ersten Indikationen hat Black+White weitere 1,5% (ind.) gewonnen und Vola+Value 1% (ind.). Black+White liegt damit im zweiten Quartal bisher vor Vola+Value, nachdem es im ersten Quartal genau umgekehrt war. Beide Programme haben aber - und das ist das wichtigste - konstant performt und weisen mit (erste Juni-Tage eingerechnet) 6-7% plus nicht nur eine sehr positive Gesamtjahresentwicklung auf, sondern performen auch mit zweistelliger Jahresrendite, während bei klassischen Anlagen nichts verdient wurde.

Trotz der markanten zwischenzeitlichen Erholung der Welt-Aktienbörsen liegen beide Programme auch für 2009 year-to-date weiter über dem Gesamtergebnis der wichtigsten westlichen Aktienindizes, wo bisher nur die Jahresverluste aufgeholt wurden. Österreich macht mit der Ost-Emerging-Markets-Fantasie eine Ausnahme, ist aber nun schon extrem heiss gelaufen. Das die Aktienmärkte dabei weiterhin nicht kalkulierbar sind und massive Wertverluste jederzeit möglich braucht abgesehen der Ereignisse der letzten Monate nicht betont zu werden.

Index	31.12.08	31.03.09	30.04.09	31.05.09	% Gewinn/Verlust per 30.4.09 gg. 1.1.09	% Gewinn/Verlust per 31.5.09 gg. 1.1.09
DAX	4810,20	4084,76	4769,45	4940,82	- 0,85%	+2,71 %
DOW	8776,39	7608,92	8168,12	8500,33	- 6,94%	- 3,15 %
SMI	5534,53	4927,40	5225,90	5349,74	- 5,58%	- 3,34 %
ATX	1750,83	1696,62	1863,01	2105,39	+6,40%	+20,25 %
Black+White	14368,24	14403,49	14869,85	15100,- (ind.)	+ 3,49%	+ 5,09 %
Vola+Value	11225,43	11403,86	11749,10	11900,- (ind.)	+ 4,67%	+ 6,01 %

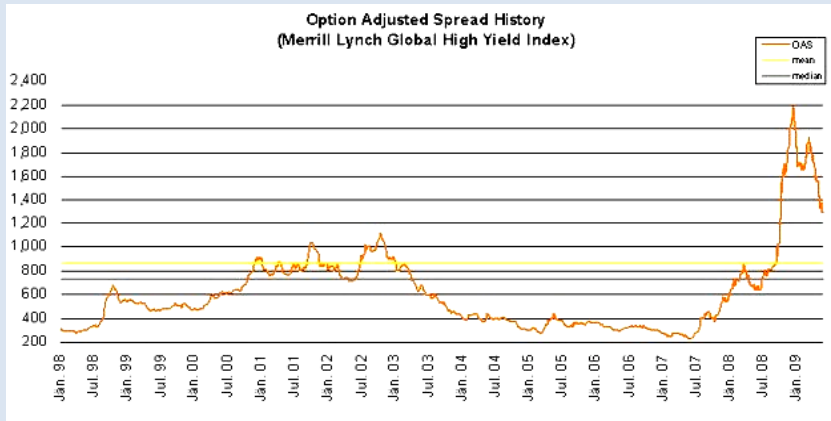
Hier zeigt sich vielmehr der spekulative Hintergrund der aktuellen Bewegung. Dies ist keine Wirtschaftserholungs-Rallye sondern eine Unterbewertungs-Korrektur-Rallye. Im Rahmen des Schlachtfests an den Aktienbörsen im letzten Jahr und Anfang 2009 wurden gerade Wachstumstitel - und dies waren nun einmal in den letzten Jahren die Osteuropa-Titel neben dem BRIC-Thema - massiv abverkauft. Stärker noch teilweise als die entwickelten Börsen.

Aufgrund der Bilanzprobleme der Banken waren diese gezwungen Anlagen zu verkaufen und, da diese Problematik gleichzeitig bei allen zu einer allgemeinen Liquiditätsknappheit führte, fanden sich auch für erstklassige Anlagen keine Käufer beziehungsweise nur zu absurd niedrigen Preisen. Dies war der Grund für die massiven Crashes im November 2008 und Februar/März 2009. Hier wurde nicht ein Wirtschaftsniedergang antizipiert, sondern es fanden reihenweise Notverkäufe statt zu fundamental

nicht erklärbaren Preisen, bestimmt durch das institutionelle Idiotentum, unsinnige Regulierungen, die eine Verkaufswelle nach der anderen erzwangen.

Was wir gegen Ende 2008/Anfang 2009 dann gesehen haben waren Antworten der Politik: Die Regelungen, nach denen Banken ihre Vermögenswerte anhand der Marktpreise bewerten müssen, wurden ausgesetzt und massiv Liquidität in den Markt gepumpt. Die Zwangsverkäufe der Banken wurde dadurch gestoppt und mit der dadurch folgenden Erholung der Börsenkurse wurden diese auch wieder mehr wert. Derselbe Affenzirkus, der als Abwärtsspirale die Märkte nach unten gerissen hatte, wirkte nun in die Gegenrichtung. Genauso unsinnig, wie die Abwärtsbewegung war, so übertrieben ist die Erholung bereits schon wieder in einigen Segmenten.

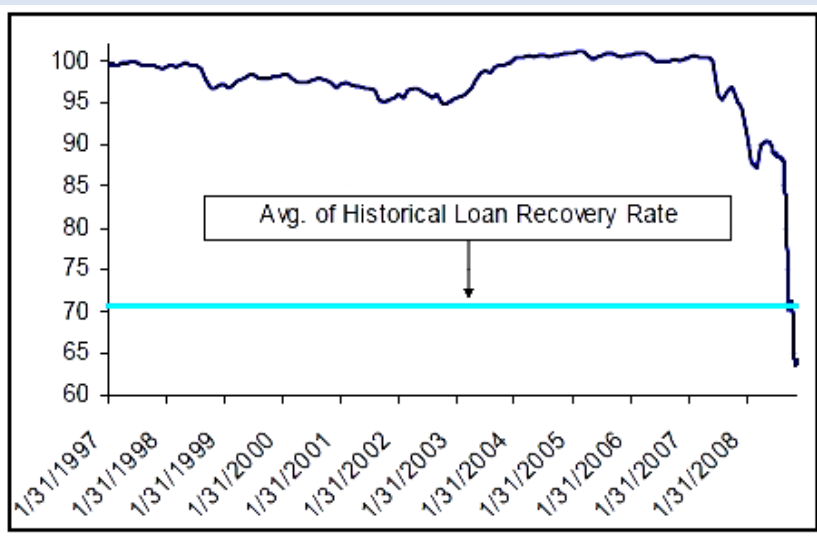
Die Regeln nach denen das institutionelle Idiotentum "funktioniert" hatten zu der absurden Unterbewertung von risikobehafteten Zinstiteln geführt. Wir haben hier in den Vormonats-Reports des öfteren auf den Merrill Lynch High Yield -Spread verwiesen und dazu ausgeführt, dass Zinsaufschläge von über 20% p.a. nichts mehr mit Risikoausgleich sondern ausschließlich mit den unsinnigen Bankrechtsvorgaben zu tun hatten. Schließlich bedeuten 20% Zinsaufschlag, dass nach 5 Jahren hundert Prozent aller Anleihen wertlos verfallen können (mit 0% "zurückgezahlt" werden können) und ein Investor hat immer noch dasselbe Ergebnis, als hätte er in Staatsanleihen investiert. Dieser Zustand, den wir um den Jahreswechsel immer noch hatten, hat sich nun übernormalisiert.



Was uns dabei nicht verwundert, ist die nun erfolgte Korrektur, sondern die Stärke dieser. Sie ist Konsequenz der Auflegung einer Vielzahl von Unternehmensanleihe-Fonds durch die Banken, die unbedarften Anlegern nun die "sichere" zweistellige Rendite verkaufen. Das Problem: "Sicher" - wenn man dieses Wort überhaupt verwenden will - war dieses Investment als wir es eingegangen sind, Ende 2008 Anfang 2009. Denn da kompensierte das Zinsmehr jede denkbaren Verluste.

Jetzt ist es bestenfalls eine Halteposition. Aus unseren Diskussionen mit verschiedenen Hedge-Fonds im Distressed-Bereich entnehmen wir einen Marktkonsens von 12-14% Ausfallraten für die nächsten Jahre. Chrysler, General Motors, Arcandor etc. sind hier nur der Beginn.

Der LCD-Index, der aus den Bid-Preisen für Kredite gebildet wird, fiel auf 61% um den Jahreswechsel. Historisch lag die Recovery Rate, das, was Gläubiger aus einer Insolvenz erwarten konnten bei rund 70%. Dies natürlich nur für die Kredite, wo das Unternehmen auch insolvent wurde, weshalb selbst in den dunkelsten Tagen des Tech-Crash in 2002/03 dieser Index nicht unter 95% fiel. Logisch, denn wenn man 20% Ausfallrate mit 30% Ausfallhöhe (100%-70% Recovery Rate) multipliziert, ergibt sich auf den Gesamtbestand ein Ausfall von 6%. Da die realen Ausfallraten bei rund 14% lagen, war der wirkliche Abschreibungsbedarf bei $14\% \cdot 30\% = 4,2\%$, so dass der Markt damals richtig bewertete. Die in der Spitze gehandelten 61% bedeuteten demnach, dass alle Kredite ausfallen würden und nur 60% Recovery möglich wäre, oder dass 50% ausfallen würden aber nur im Durchschnitt 30% der Kredithöhe einbringlich sein werden, oder einmal plakativ, dass die Hälfte aller existierenden Unternehmen wie Chrysler sind und zu denselben Folgen für die Kreditgeber führen.



Quelle: Standard and Poor's LCD Leveraged Loan Index

Das war natürlich eine offensichtliche Übertreibung nach unten. Das war eine 1929-ins-Quadrat-Annahme. Selbst in der grossen Depression von 1929-1935 gingen die Ausfallraten nicht über 20% hinaus. Andererseits sollte man die Ausfälle auch nicht kleinreden. Wir stehen vor einer mindestens fünf Jahre ausmachenden Distressed-Periode in der ein Unternehmen nach dem anderen Insolvenz anmelden wird. Mit einer über dem 2002-Szenario stehenden durchgerechneten Ausfallquote von 6-8% muss man also rechnen. Je nach Unfähigkeit der Politik können es auch mehr werden. Nun bringt eine Insolvenz neben Unsicherheit und Blockade des Vermögens auch erhebliche Arbeit und Kosten mit sich, so dass die aktuell gezahlten 12%-Zinsaufschläge schon nicht mehr attraktiv sind.

Hierbei muß man nun aber wissen, dass der Merrill Lynch High Yield Index so etwas wie der DAX oder der SP 500 der Hochzinsanleihen ist. Er beinhaltet die Großanleihen, Anleihen mit typisch Volumen von über 500 Millionen Dollar. Anleihen, wo typisch eine sehr komplexe Unternehmensstruktur vorliegt, und sich dann wie bei Chrysler, GM und Arcandor die verschiedenen Interessen nicht einigen können, keine dominante Persönlichkeit vorherrscht oder das Heft des Handelns an sich nehmen kann und nur noch die Abwicklung in einem unpersönlichen Verfahren bleibt. Allerdings gibt es hier tausende an Milliarden. Die Volumina sind also da und die großen Vertriebs- und Handelsmaschinerien der Großbanken sind hier aktiv. Diese Großanleihen werden aktuell in die verschiedenen Unternehmensanleihe-Fonds gepumpt. Diese Fonds sind bereits viel zu teuer, werden unseres Erachtens ein schlechtes Geschäft für Investoren werden. Aber die Auslagerung in diese Fonds hilft natürlich den Banken, die damit noch einmal mit zwei blauen Augen davon kommen können.

Diese aktuelle Entwicklung hat allerdings noch überhaupt noch nicht in dem Segment durchgeschlagen, wo wir uns zunehmend bewegen, im MidCap und SmallCap-Bereich. Hier hat noch keine Entspannung stattgefunden. Hier wird weiterhin Material mit auch 25-30% und mehr Zinsaufschlag gehandelt. Und hier liegen momentan die Perlen versteckt. Auch bei den Großanleihen kann man natürlich ein Portfolio gegenüber dem mittleren Ausfall durch qualifizierte Analyse so aufbauen, dass man einen Zusatzgewinn erzielt. Aber die Möglichkeiten sind hier naturgemäß beschränkt.

Im Bereich der kleineren Unternehmen liegen dagegen einige Perlen, die wir aktuell schon heben. Durch unser qualifiziertes Research konnten wir bei Black+White mit mehreren Anleihen Kurszuwächse von 30-50% seit den März-Tiefstständen erzielen und die ersten erreichen jetzt die 100%-Gewinn-Marke.



Namen werden wir hier verständlicherweise nicht nennen. Der grundsätzliche Erfolg lässt sich aber durch den nebenstehenden Chart des iBoxx High Yield ETF belegen. Seit den März-Tiefs sind hier über 20% Kursgewinn aufgelaufen. Die aktuelle laufende Verzinsung dieser Anleihen - und das sind wie gesagt die, die man in den gängigen Unternehmensanleihen-Fonds dann findet - liegt nur noch bei 11%. Kommt es hier zu größeren Ausfällen von so 10%, dann ist das nicht mehr attraktiv. Technisch betrachtet sind wir desweiteren auf einem Niveau - genauso wie bei den Aktienmärkten - wo beim letzten Mal (Anfang Januar) der letzte Crash begann. Kein attraktives Niveau für ungesicherte Anleihenkäufe!

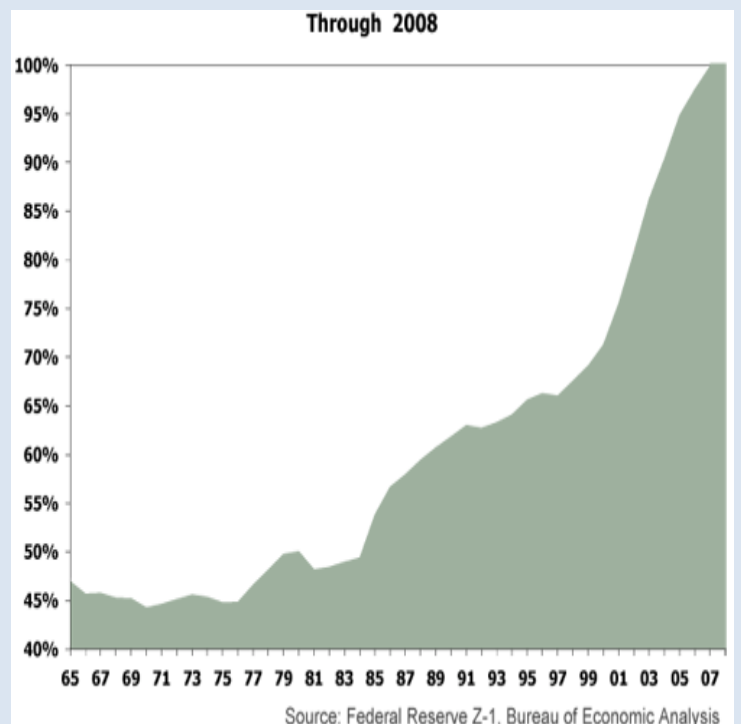
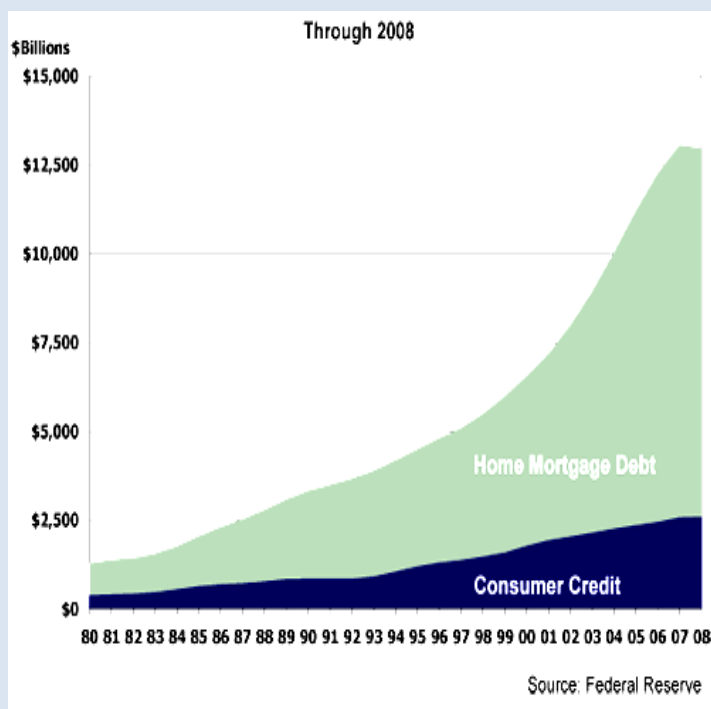
Daneben muß man auch die Großwetterlage berücksichtigen. 2002 hatten wir eine Korrektur einer euphorischen Überbewertung von sinnvollen Zukunftstechnologien, eine Überinvestition zu zu hohen Preisen in allerdings im Grunde sinnvolle, die gesamte Gesellschaft voranbringende Aktivitäten. Sofern die Investoren von 1998-2000 dabei individuelle Verluste erlitten haben, war dies zwar bedauerlich,

aber nicht gesellschaftsschädlich, sogar gesellschaftsförderlich: Aufgrund der Überinvestitionen mußten eine Vielzahl von technologischen Neuerungen billiger angeboten werden, als dies bei weniger finanziellem Druck der Fall gewesen wäre. Die Gesellschaft als Ganzes hat dadurch (schnelle Verbreitung durch niedrigere Preise) schneller und zu niedrigeren Preisen die Güter, wie DSL; Handy, PCs, LCDs etc. erhalten, als dies eigentlich, wenn die Anbieter sich vernünftig verhalten hätten und mehr auf den eigenen Profit geschaut hätten und nicht überinvestiert hätten, der Fall gewesen wäre. Insofern wurde auch die Umsetzung der technologischen Neuerungen nicht behindert und unsere Gesellschaften sind heute um Größenordnungen produktiver als vor 15 Jahren.

Grundregel: Kreditaufnahme für grundsätzlich sinnvolle für die Gesamtheit profitable - auch wenn für den Einzelnen nicht ertragreiche - **Investitionen** ist zu begrüßen.

Was wir aber in der aktuellen Krise vorfinden ist Kreditaufnahme für **Deppenkonsum**. Ein Haufen Konsumtrottel hat sich die Garagen mit Zeugs vollgeknallt, für dass sie keinen Plan hatten und haben, wie sie dafür irgend eine Gegenleistung erbringen können, sich grossfressig Autos und Häuser zugelegt, die man nicht abzahlen konnte, die nun niemand braucht (und die auch sie nicht wirklich brauchten, nur erworben haben, weil es der Nachbar auch hat) und vor allem die nirgendwo für irgend jemanden die Produktivität heben. Die leerstehenden Häuser von Kredit-Hauskäufern, die jetzt zur Untermiete bei ihren Verwandten einziehen, sind einfach nur eines: Totes Kapital. Ein gesellschaftlicher massiver Verlust. Insbesondere aber ein Verlust des Produktivitätsgewinns, der zusätzlich produzierten Waren und Dienstleistungen, die es gäbe, wenn nicht dieses unnütze Haus sondern eine sinnvolle Investition durchgeführt worden wäre.

Und hier sind wir nun im Kern des Problems, Konsumtrottelum und Realitätsverweigerung in breiten Teilen den Unter- und Mittelschicht in den westlichen Gesellschaften. Ich habe schon vor Jahren darauf hingewiesen, dass seit Mitte der 90er-Jahre der US-Arbeitnehmer mehr konsumiert hat, als er durch produktive Arbeit und Produktivitätssteigerung eingenommen hat.



Blieb bis Mitte 80er Jahre die Summe aus Hypothekenschulden und Konsumentenkrediten (hauptsächlich Kreditkartenschulden) unter 50% des Bruttosozialproduktes, liegt dieser Wert jetzt bei über 100%. Dazu kommen nun noch die durchgerechneten Staatsschulden. 2007 lag die Schuld auf US-Bundesebene bei 10000 Milliarden und damit 70% des BSP. Mit den Plänen von Obama sollen nun weitere 5000 Milliarden hinzukommen (allein 2009/2010). Nachdem der US-Konsument sich nicht mehr verschulden kann, soll nun der Staat weiteres künstliches Wachstum schaffen.



Während die Idee Ende 2008 noch als ansatzweise intelligent verkauft werden konnte, ausgehend von der Illusion die USA seien das nächste Japan und die Japaner hätten ja schon ein Vielfaches des BSP an Staatsschulden, ist jetzt wohl jedem klar: Ein japanisches Modell kann es nur geben, wenn man eine (extrem hohe) inländische Sparneigung hat, wenn also die Gesellschaft netto spart und dieses gesellschaftliche Sparvermögen vom Staat statt von Banken verwendet wird (und hoffentlich wenigstens ansatzweise produktiv). Es funktioniert nicht, wenn eine Gesellschaft Netto-Schuldner ist. Nach einer kurzen Episode, bei der Angstsparrer aber hauptsächlich institutionelle Idioten in Panik Ende 2008 durch Käufe langlaufender Staatsanleihen die Zinsen nach unten getrieben hatten, sind diese nun wieder an der 5%-Marke angelangt. 5% heisst, dass die geplante Staatsschuld von jenen 15000 Milliarden, die dann über den 14000 Milliarden BSP des Jahres 2007 liegen würde, jedes Jahr um 750 Milliarden steigt, nur aufgrund des Zinseffektes.

Umgekehrt heisst dies auch, dass damit das US-Bruttosozialprodukt zukünftig um **mehr als 5% jedes Jahr steigen muß**, um den Staatskonkurs abzuwenden. Das Problem dabei: Eigentlich jeder sollte mitbekommen haben, dass die Wirtschaft aktuell **schrumpft!** Und wenn sie tatsächlich anämisch wachsen sollte in 2010 und darüber hinaus, dann werden dies wohl kaum jene 7 oder 8% sein, die nötig wären um die Waagschale wieder auszugleichen.

Und ist das nun nur die "böse" USA? Eine schöne Zusammenfassung des Problems auf deutscher Ebene liefert staatsverschuldung.de. Es ist eigentlich recht einfach: Die deutsche Staatsverschuldung ist mit 21000 Euro/Kopf der Bevölkerung bzw. bei 1,40 EUR/USD USD 29400,- nur unwesentlich unter dem US-Niveau von USD 37000,-, wobei die US-Bürger darauf hinweisen können, dass die US-Bevölkerung noch wächst, während die deutsche schrumpft und überaltert. Deutschland rechnet mit 300 Milliarden Staatsdefizit für 2009 und auf US-Seite werden es bei einer inzwischen fast viermal so grossen Bevölkerung mit 2000 Milliarden Dollar eben auch das Vierfache sein.

Insofern ist es auch nicht verwunderlich, dass der Dollar nicht mehr gegen Euro verliert. Beide Währungsblöcke sehen gleich miserabel aus. Beide benötigen massive Wachstumsmaßnahmen und einen klaren Tritt auf die Schuldenbremse, wenn es nur ansatzweise gut gehen soll, der Super-Crash verhindert werden soll.

Die aktuelle Nachrichtenlage von heute aber ist:

Belgien: Prognose der Zentralbank: Kontraktion 3,5% nach zuvor (Februar) Kontraktion 1,9%. Finland: Industrieproduktion April -21% gg. Vorjahr. Deutschland: Unternehmensinsolvenzen +10% gg. Vorjahr.

Ein Null-Wachstum sieht anders aus und eine Erholung sowieso! Was wir momentan sehen ist unseres Erachtens eine Korrektur der Schockstarre in die einige Menschen nach den Nachrichten Ende 2008 gefallen sind. Es wurde erst einmal der Kühlschrank komplett leergegessen und das neue Auto nicht gekauft. Und dann war er leer und es gab die Abwrackprämie und dann wurde doch wieder gekauft. Diesen letzten Effekt sehen wir jetzt. Aber die Abwrackprämie-Vorzieh-Autokäufe von 2009 werden der fehlende Umsatz von 2010 und 2011 sein. Wenn der Plan war den Abschwung zu dämpfen, dann war er vielleicht erfolgreich. Aber ein solides langfristiges Wachstum wurde und wird dadurch nicht erzeugt.

Dabei gibt es Wachstumsfelder. Clean Tech als Beispiel. Ich habe oft genug in den letzten Reports auf die drohende Energiekrise und den langfristig durch Unterinvestitionen zwingend steigenden Ölpreis verwiesen. Wir sind hier über unsere abgesicherten Ölinvestitionen und Pipelines schon engagiert. Eine Verbesserung der Lebensqualität und Verringerung der Abhängigkeit vom Öl können alternative Formen der Energieerzeugung bringen. Etwa Kreislaufwirtschaften, die Abwärme ausnutzen, das bei der Verbrennung entstehende CO₂ verwerten etc. Eine Vielzahl von Verfahren erreichen hier aktuell Produktionsreife. Von der Kohle-Verölung durch Hochdruck über die grosstechnische Algenproduktion unter Einsatz von mit CO₂ angereichertem Wasser. Microalgen, die dann entweder wieder zu Öl direkt verarbeitet werden können oder als Nahrung für z.B. Fische erhalten können. Aus dem Erderwärmungs-Schad-Gas wird so im Endeffekt ein Lachssteak oder neuer Treibstoff. Energieeinsparung über stärkeren Elektronik-Einsatz und Wärmedämmung.

Die Möglichkeiten sind hier klar schon in den entwickelten Volkswirtschaften des Westens noch ausreichend da. Und alle diese Gedanken könnten, da sie investiv sind, langfristige Renditen schaffen. Und damit kämen wir zum wesentlichen weiteren Punkt: Ausbildung. Die zunehmende Komplexität unserer Welt erfordert permanente (Nach-)Schulung. Lebenslang. Auch dies wäre ein gesellschaftlich sinnvolles produktives Wachstumsfeld.

Statt dessen beschäftigt sich die Politik momentan weiterhin nur damit kurzfristig Mäuler zu stopfen, Wahlgeschenke zu verteilen oder zu versprechen, obwohl es nicht um Geschenke gehen kann, sondern darum gehen muß produktiv zu arbeiten, die Produktivität zu erhöhen, wenn das aktuell überzogene auf Kredit gebaute Konsumniveau wenigstens erhalten werden soll. Oder man muß das übertriebene Konsumniveau zurückfahren.

Keins von beiden erfolgt. Statt dessen wird weiterhin auf Staatskosten konsumiert. In Zentraleuropa werden die produktiven Kräfte durch ein ausplünderndes Steuer- und Sozialsystem stranguliert und wird über den Sozialtransfer - ebenfalls nicht an irgend eine Gegenleistung gebunden! - unproduktiven Elementen Geld gegeben, die nichts erwirtschaften, sondern damit nur etwas konsumieren, was ihnen nicht zusteht.

Zusammengefasst: Ich sehe aktuell weiterhin nur ein Herumfummeln an Symptomen ohne dass die wirklichen Probleme angegangen werden.

Wie schaffen wir es, dass wesentliche Teile der Bevölkerung massive Produktivitätssteigerungen vornehmen, damit sie den Wettbewerbsvorsprung gegenüber den Emerging Markets halten können, der allein langfristig die deutlich besseren Konsum- und Lebensbedingungen der westlichen Gesellschaften in einer offenen globalen Welt ermöglichen kann? Dies ist die Kernfrage und diese wird nicht diskutiert geschweige denn laufen nennenswerte Aktivitäten, die hier Hoffnung machen könnten.

Damit wären wir wieder bei einer Geschichte, die ich schon vor genau einem Jahr angerissen hatte, der Geschichte von John Law und der Mississipi-Krise und der ziemlich zeitgleich in England ablaufenden Südsee-Bubble. 1715 war bekanntlich Frankreich nach dem Tod des Sonnenkönigs Ludwig XIV. durch dessen Schösserbau und den spanischen Erbfolgekrieg hoch verschuldet. Wesentliche Teile zukünftiger Steuereinnahmen waren bereits über Staatsanleihen geschuldet und der König entwertete durch Abzwacken von Ecken und Kanten das damals noch Gold-Geld und Silber-Geld laufend, was die Bereitschaft der Bürger Geld überhaupt noch auszugeben deutlich reduzierte.



John Law brachte in diesem Szenario die Wirtschaft durch eine begrenzte Ausgabe von Papiergeld zunächst wieder ans Laufen. Weitere unregulierte Ausgabe von Papiergeld durch den König schuf allerdings eine Papiergeldpyramide, die schließlich zusammenbrach. Das Außerlandes-Verbringen von Silbergeschirr wie Münzen wurde unter Strafe gestellt und John Law als Sündenbock in Abwesenheit zum Tode verurteilt. Zu der Eingabe "John Law Mississipi Crisis" liefert GOOGLE rund 1,5 Mio Einträge. Ein [kurzweiliger leider nur auf englisch verfügbarer Cartoon](#) zeigt die wesentlichen damaligen Ereignisse. Auf deutsch geben [Artikel aus der FAZ](#) und tiefer gehend aus [zeitenwende.ch](#) gute redaktionelle Überblicke.

Zusammengefasst: Es ist faszinierend, dass bereits 1836 Charles Mckay in seinem Buch *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* die Effekte exzessiver Verschuldung und die daraus folgende Krise detailliert beschreibt, es seit den 70er! Jahre des letzten Jahrhunderts den oben zitierten Cartoon gibt, und trotzdem alles im Grunde wieder nach demselben dämlichen Muster wie vor 300 Jahren abläuft. Daher sollten wir, solange wir keine klare Gegenindikation erhalten, pragmatisch davon ausgehen, dass es auch, was die Folgeaktivitäten betrifft, genauso weiter geht.

Was heisst das nun für die weitere Portfoliostrategie? Ritt auf dem Tiger!

Wer auf eine klare Richtung setzt, kann viel gewinnen, aber auch sich ruinieren. Wie dieses Spiel - und leider ist es nicht mehr, was aktuell seitens der Politik auf dem Tisch liegt - ausgeht, ist unklar. Klar ist nur, dass wir aufgrund der Rahmendaten einen ganz heißen Zock hier vorliegen haben, einen Ritt auf dem Vulkan. Es ist eigentlich nur die Frage wann und wie die ganze Sache zusammenbricht, nicht ob. Aber gerade wenn große Manipulatoren an den Hebeln drehen, kann es dauern. Wir wußten schon 1988, dass es unmöglich in einer offenen globalen Gesellschaft ist, dass in Tokio Land so teuer war, dass man für den Preis des Geländes des Kaiserpalastes ganz Kalifornien kaufen kann. Wir wußten schon 1998 dass die Bewertungen für Technologie-Unternehmen jeglicher Realität entbehrten. Wir wußten schon 2005, dass die zunehmende allgemeine Verschuldung unhaltbar war und haben dies in unserem [Schuldreport](#) klar beschrieben. Es dauerte aber bis 1991 bis Japan zusammenbrach, bis 2001 bis die Tech-Bubble implodierte, und bis 2008 bis der große Kreditkollaps begann. Was wir aktuell sehen sind einige der vielen Edikte mit denen schon Ludwig der XV. 1720 die Probleme zu lösen versuchte. Was wir nicht sehen, sind auch nur Ansätze eines Problembewußtseins. Solange dies der Fall ist, gehen wir davon aus, dass es irgendwann in den nächsten 5 Jahren knallen könnte (eher wird) und stellen uns darauf ein.

Black+White

Geldforderungen mögen das sein, womit wir alle "groß geworden" sind. Historisch ist es nur interessant, dass zu Laws Zeiten die Leute am Schluß nicht mehr Willens waren wertloses Papier anzunehmen. Wer nun meint, dies sei Schnee von gestern, sollte realisieren, dass vor zwei Wochen China, Japan und einige andere Südostasien-Staaten einen neuen Währungsfonds, nur für Südostasien gegründet und mit 150 Milliarden Kapital ausgestattet haben. China, der größte US-Dollargläubiger hat massiv in den letzten Wochen Dollars zum Ankauf von Rohstoffen genutzt. US-Staatsanleihen (europäische Bundesanleihen aber genauso) wurden massiv verkauft. All dies ist eindeutig das Außerlandes-Verschaffen des Tafelsilbers, was wir schon zu Law's Zeiten gesehen haben. Konsequenz: Sachwert schlägt Geldwert. Geld ist niedlich, aber es sollte Sachwert-gedeckt sein. Das ist unsere Portfolio-Regel Nr. 1.

Wir bleiben bei unseren massiven Investitionen in abgesicherten Rohstoffinvestments. Wir wollen nicht das reine Preisrisiko von Rohstoffen tragen, denn die Verwerfungen in den Rohstoffmärkten sind einfach zu hoch und hinsichtlich der Endpunkte der Bewegungen unkalkulierbar. Mit unseren Handelstechniken können wir aber so etwas wie eine Rohstoffrente bauen. Wir bekommen dabei konstante hohe Zinsen aus Rohstoffprojekten, rohstoffgedeckt und im Zweifelsfall auch in Rohstoffe konvertierbar. Diese Investitionen verfolgen wir weiter.

Wir bleiben in der Infrastruktur bei lebenswichtigen Investitionen aktiv. Von Pipelines über Straßen, Häfen und Flugplätze.

Wir haben neu massiver im Agrarbereich zugeschlagen. In Osteuropa wurden durch die Krise eine Reihe von landwirtschaftlichen Investments sehr lukrativ. Wir runden dies durch Plantagen in Südostasien und Südamerika ab. All dies aber abgesichert durch entsprechende Termininstrumente. Es gibt Terminkontrakte auf Rinder genauso wie auf Weizen oder Kaffee. Wir wollen wie beim Öl hier nicht das volle Preisrisiko tragen sondern nur eine zweistellige möglichst konstante Rendite und diese Sachwert-unterlegt und natürlich global gestreut erzielen, damit wir von konfiskatorischen Maßnahmen irgend eines Staates nicht deutlich verletzt werden können.

Zins-Positionen. Wir haben oben schon etwas zur Überbewertung der Großanleihen gesagt. Attraktiver ist es da heute den HighYield-Index short zu gehen und Long-Positionen in Klein-Anleihen einzugehen. Knallt es noch einmal im Zinssegment, dann wird es zuvorderst bei den Großanleihen knallen, denn die Kleinanleihen sind noch unten und dort kann daher kaum so schnell wieder großer Druck wieder entstehen. Wer abschreiben oder handeln mußte, hat oder muß jetzt auch nicht mehr, wenn es nur ein wenig schlechter geht. Gleichzeitig gibt es da noch 30% und mehr Zinsen.

Gerade der Mai war hier ein ausgezeichneter Monat. Unsere Distressed-Fonds haben bis zu rund 9% Monats-Rendite erwirtschaftet.

Energie war auch ein exzellentes Thema. Der Ölpreis rennt und rennt und wir verdienen an unseren abgesicherten Positionen so 2-3% / Monat.

Wir werden mit breit gestreuten Positionen uns alle Türen offen halten und erwarten auch für die Folgemonate stabile Erträge. Unsere Gespräche mit verschiedenen Distressed-Managern in den letzten Monaten kommen zu dem Ergebnis, dass es, wenn es doch gut gehen sollte, auf jeden Fall zu einer langandauernden Phase der Abwicklung der Kreditexzesse kommen wird, was konkret heisst, dass wir dann vor 3-5 Jahren mit 20% + als Jahresrendite stehen. Daran wollen wir partizipieren, gleichzeitig aber unser Kapital für den Fall der Fälle schützen.

Allokation Vola+Value



Vola+Value verdient, wenn der Vola+Trend klar ist und wenn es generell eher weniger als mehr Trend gibt. Wir hatten im April hier noch ein sehr gutes Szenario (Volatilitätsberuhigung und Aufwärtstrend). Im Mai haben wir einige Negativ-Effekte, die uns mehr Geld gekostet haben, als uns lieb war, weswegen wir im Mai keine 3% verdient haben. Die Trends in den Emergung-Markets waren zu stark und der weitere reaktionslose Anstieg so von uns nicht erwartet. Dennoch haben wir auch den Mai gut positiv abgeschlossen und Juni liegt bis heute auch schon wieder 1% im plus.

Die aktuelle Situation an den Optionsmärkten ist wieder ein wenig problematisch geworden. Wir erwarten, wie beschrieben, dass es zukünftig noch deutlich stärkere Verwerfungen geben wird. Das aktuelle Optionspreisniveau ist hier unangemessen. Die Optionsprämien decken nicht das von uns erwartete Risiko. Gleichzeitig sehen wir aber weiter massives Interesse von Anlegern Optionen zu verkaufen. Dies wird unseres Erachtens nach genauso Geld kosten wie der Erwerb der Unternehmensanleihen mit zu geringem Zinsaufschlag. Allerdings macht es keinen Sinn sich gegen den Strom zu stellen, solange dieser noch so stark ist. Insofern stehen wir gewehr bei Fuß und verdienen gutes Geld durch Arbitrage-Transaktionen, die unabhängig davon funktionieren wohin die Märkte laufen.

Wir haben unsere Zielzone vom 950 im SP 500 erreicht und wie erwartet hängt der Index dort. Wir denken, dass es noch eine Woche dauern wird. Viele Optionshändler sind froh, wenn der große Verfallstermin im Juni ohne große vorherige Schwankungen überstanden wird. Deshalb tendieren die Aktienmärkte in der Zeit vor diesem Termin oft ruhig. Aber danach werden wir wieder mit größeren Bewegungen zu rechnen haben. Optionen bleiben ein optimales Werkzeug um davon dann zu profitieren.

11.06.2009 Straush