



Manager Report August 2007: Implosion am Geldmarkt

War der Februar der Monat des Subprime-Kollaps (Hauskredite an Gläubiger schlechter Bonität führten zu reihenweisem Bankrott der Finanzierungsgesellschaften, die diese Kredite vergeben hatten) erreichte die Krise im August endgültig Mainstreet. Anlass waren sicher unter anderem die im Vormonat bekannt gewordenen Hedge Fonds-Schieflagen bei Bear Stearns. Diese hatten Subprime-ABS (zur Funktionsweise von Asset Backed Securities vgl. [Manager-Report Juli](#)) gekauft und das auch noch auf Kredit. Der Markt für Subprime-ABS war infolge der Zahlungsausfälle der Emittenten zusammengebrochen. Infolge des Wertverfalls der ABS deckten diese nicht mehr die ausstehenden Kredite in den Bear Stearns Fonds (das Eigenkapital war sowieso schon verloren), was zur Fälligkeit der Kredite führte und zum Konkurs der Fonds.

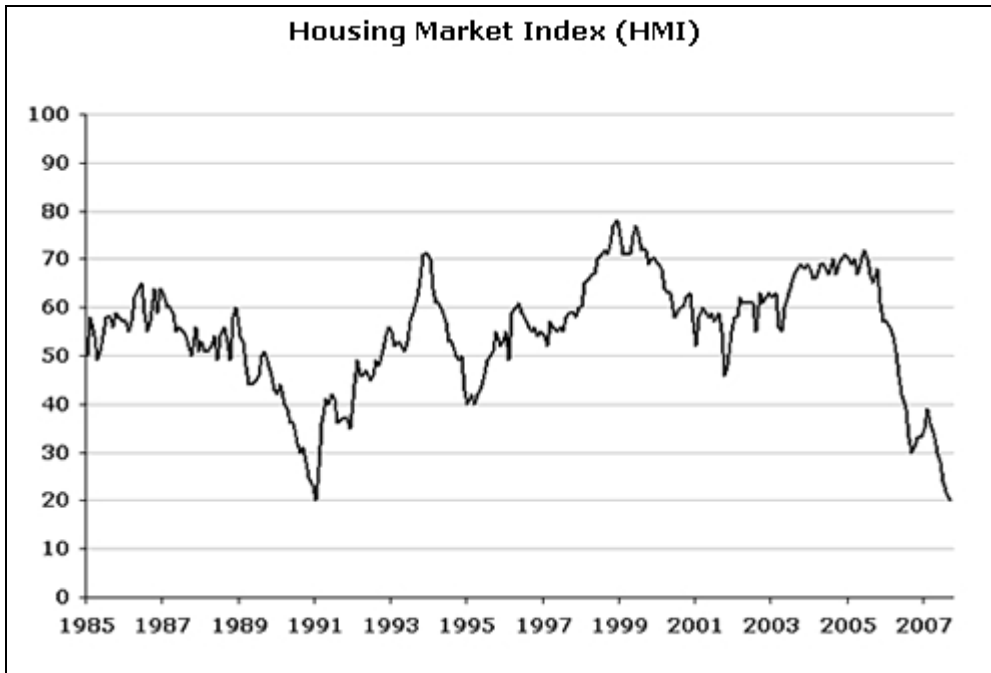
Damit wurde erstmals in großem Umfang ein Grunddogma des Geldmarktgeschäfts in Frage gestellt, dass es zwar als allerletzter unwahrscheinlicher Fall einmal bei einem Geldmarktemittenten zu einem Ausfall kommen könne, aber grundsätzlich Geldmarktpapiere sicher sind. Das auch Titel, die AAA geratet waren, plötzlich nur noch zu 95% oder gar 90% verkauft werden konnten, stellte daneben nicht nur die Bonitätsdoktrin, sondern auch die Liquiditätsdoktrin in Frage: Nicht nur mussten die Teilnehmer realisieren, dass Wertpapiere, von denen man gedacht hatte, sie seien genauso wertstabil wie Bargeld, plötzlich nur noch 90 Cent pro Euro wert waren, sondern man konnte sie auch nur noch schwer verkaufen. Ergebnis: Niemand wollte plötzlich mehr ABS kaufen und schon gar keine neuen mehr.

Nun sind ABS keine langfristigen Anlagen, sondern Papiere mit kurzer Laufzeit, wobei die ausgebende Zweck-Gesellschaft typisch eine Auffanggarantie einer oder mehrerer Großbanken in der Hinterhand hat, falls keine neuen ABS platziert werden können um die auslaufenden Papiere zu refinanzieren. Aufgrund der allgemeinen Unsicherheit über Werthaltigkeit und Liquidität der ABS schrumpfte der ABS-Markt, der je nach Abgrenzung 1000-2000 Milliarden USD umfasst, mit 50-100 Mrd. / Woche. Anders ausgedrückt: In dieser Höhe konnten in den Zweckgesellschaften geparkte Immobilienkredite und Konsumfinanzierungskredite nicht mehr über den ABS-Markt refinanziert werden und mussten die garantiegebenden Banken nun plötzlich einspringen.

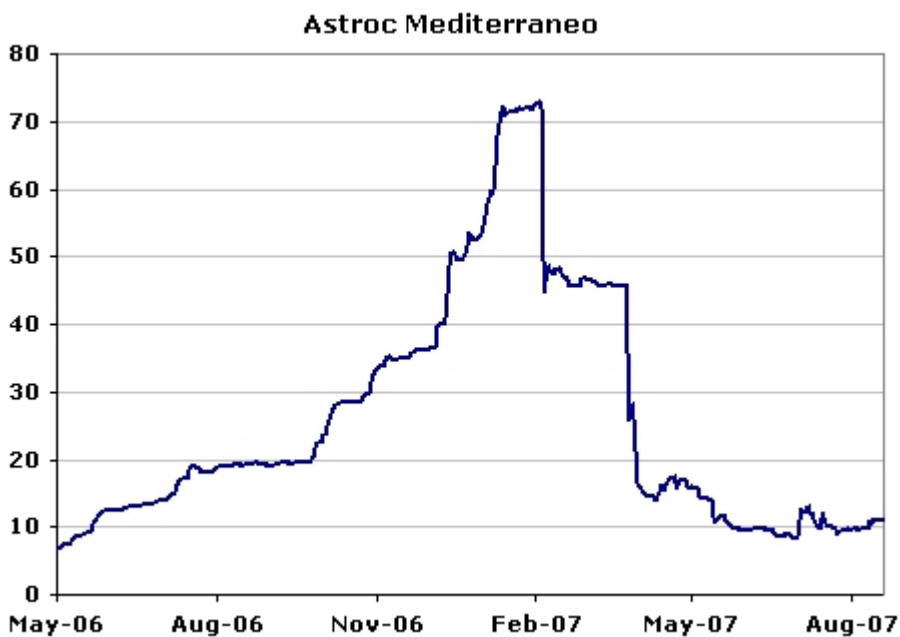
Das erste Opfer, das wohl gedacht hatte, aus solchen Garantien nie in Anspruch genommen zu werden, war die deutsche IKB. Als Folge passierte das Unerwartete: Deutsche Großbanken setzten ihre Geldhandelslinien untereinander aus - nicht in der Breite, aber in einzelnen Fällen. Das heißt deutsche Großbanken waren nicht mehr bereit anderen Großbanken Kredit zu geben und die kreditsuchenden Institute mussten auf den lender of last resort, die Europäische Zentralbank, zurückgreifen, die einen dreistelligen Milliardenbetrag in das System pumpen musste.

Die FED entschloß sich erst mit Verspätung und dann zunächst nur durch Senken des Diskontsatzes einzugreifen, bis auch die amerikanische Zentralbank wegen zunehmender gesamtwirtschaftlicher Risiken sich zu einer deutlichen Reaktion auf der Zinsseite genötigt sah und am 18.9. den Zentralbank-Zins um 1/2% herabschleusste.

Wo stehen wir? Die Lage ist dort, wo in den letzten Jahren Immobilienblasen existierten, katastrophal. Der Stimmungsindex von 362 befragten amerikanischen Baugesellschaften ist auf einem Allzeittief Tendenz fallend.

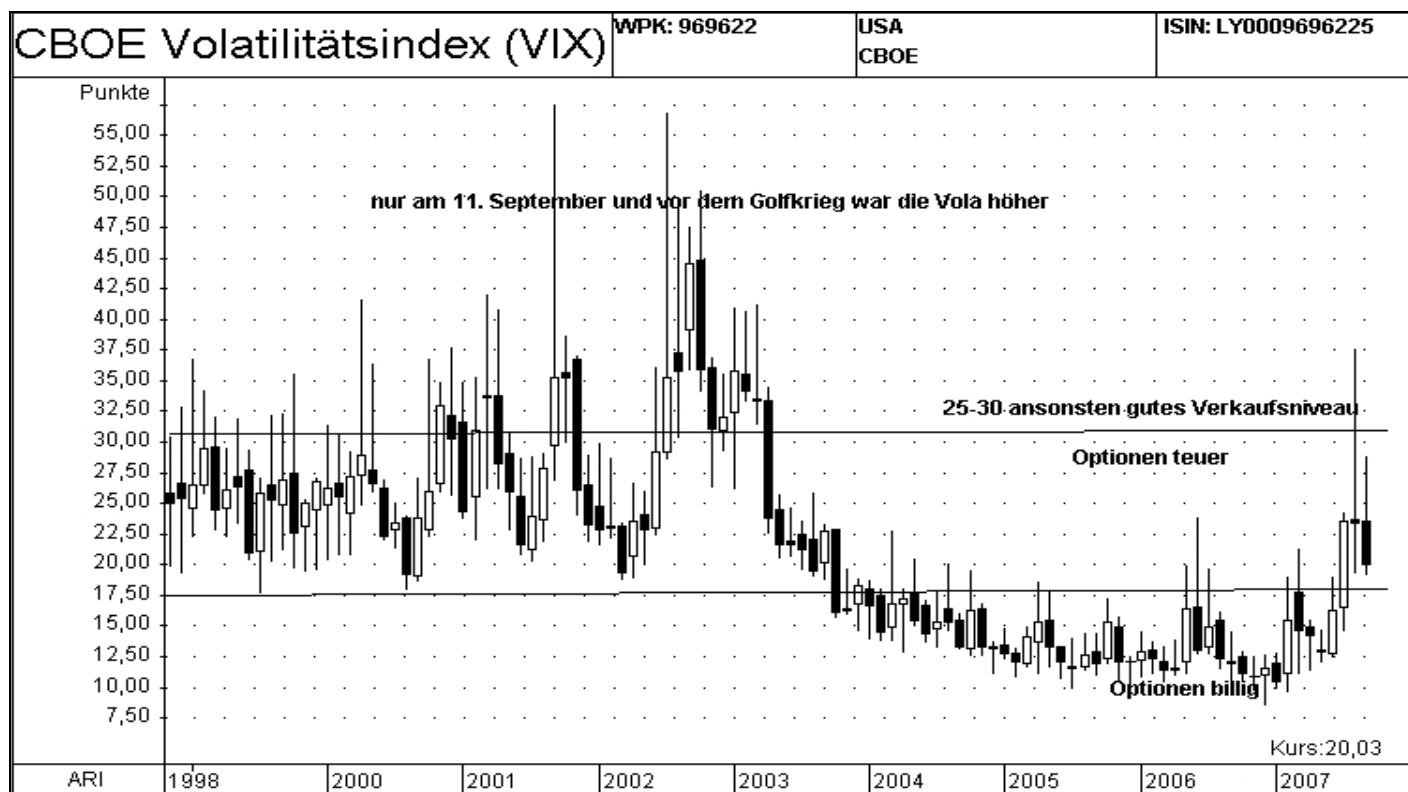
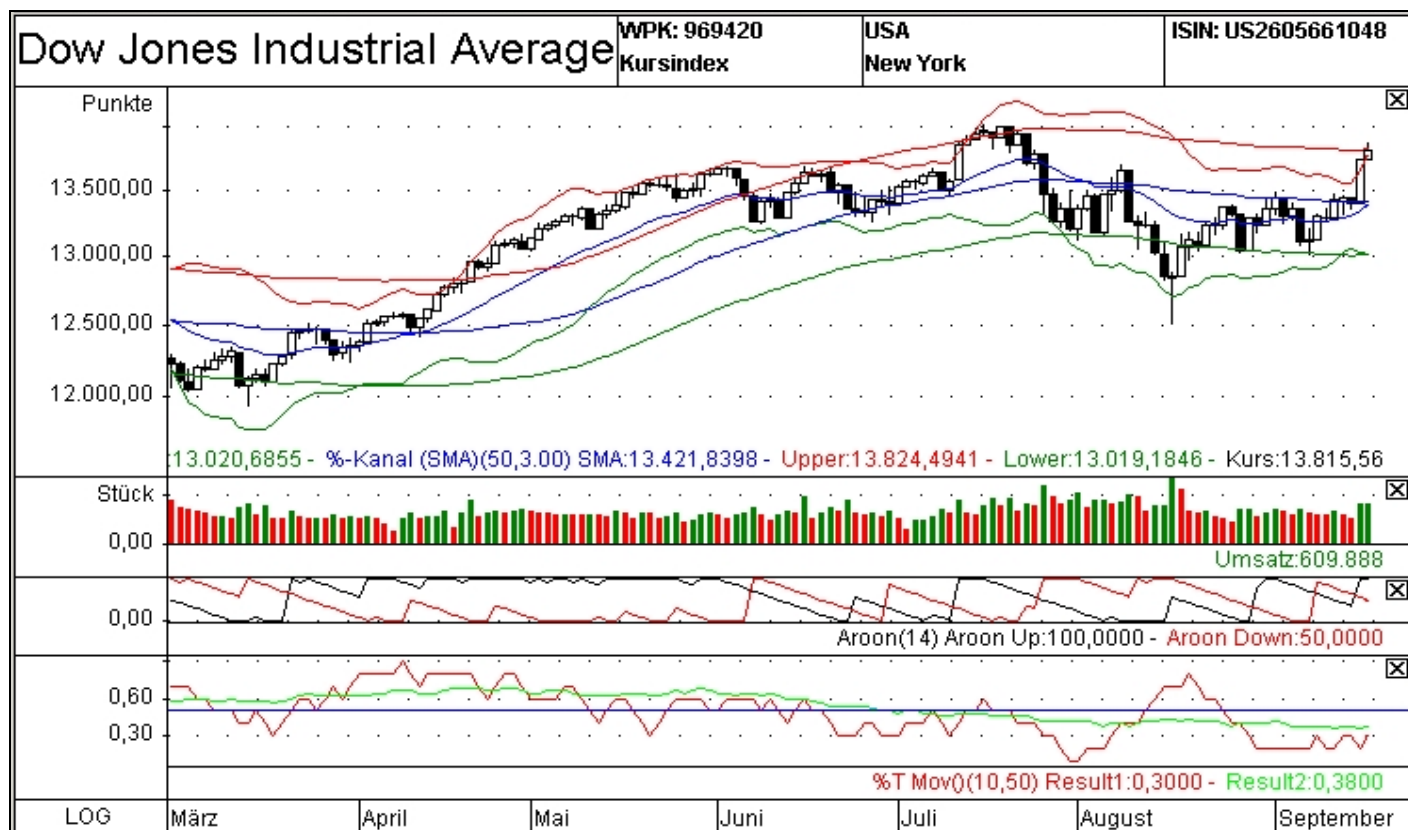


Die Kurse der Häuslebauer-Aktien haben einen Crash hinter sich (und zwar nicht nur in den USA, sondern auch etwa in Spanien) und jetzt stellt sich die Frage: Wer überlebt?



Mit diesem Desaster ist aber noch längst nicht alles ausgestanden. Die Spitze des Zwangsversteigerungsberges bei Immobilien liegt noch weit vor uns. Die Spitze der Subprime-Zinserhöhungen nach 3 Jahren kommt erst noch. Und es trifft auch nicht mehr nur Unterschicht-Konsumenten, die Kunden der Sub-Prime-Kredite, sondern auch die Hedge Fonds und deren Manager, die in den ABS handelten (Prominentes Beispiel John Devaney, Manager von United Capital, der seine Yacht Positive Carry für USD 23,5 Mio zum Verkauf gestellt hat (neben seinem Zweithaus für USD 16,5 Mio) und sich jetzt mit Vorschlägen für neue Namen für seine Yacht konfrontiert sieht) und wird über sinkende Boni in der City auf Sicht auch die utopischen Londoner Häuserpreise in die Realität zurückführen. Den 120000 Entlassungen bei Immobilienfinanzierern in den letzten drei Monaten in den USA werden noch einige mehr folgen.

Die Aktienbörsen haben auf das Szenario mit einem durch die Liquiditätsbeschaffungsnoté geprägten Ausverkauf reagiert, der auch zu extremen Optionsprämienniveaus geführt hat, die sich in den letzten Tagen wieder zurückgebildet haben.



Letztlich sind aber die Renditedifferenzen noch lange nicht so hoch, dass man von Ausverkaufskursen in der Breite des Marktes sprechen kann. Nimmt man das Desaster am neuen

Markt, die letzte große Fehlallokation von Kapital als Beispiel oder die Russlandkrise 1998, dann ist der Weg noch lang..

Thinly spread

Bear Stearns high-yield bond index
Spread over Treasuries, basis points



Source: Bear Stearns Credit Strategy

Allokation Black+White-Portfolio

Wir hatten einen guten Anteil Cash. Er ist sowohl als Ergebnis unserer Währungshedges wie auch der Aktienindexhedges noch größer geworden und ermöglicht es uns flexible auf sich bietende Investmentchancen zu reagieren. Unsere Index-Absicherungen haben im August nur begrenzt die Wertverluste auffangen können, die wir infolge einer Long-Quote unserer Long/Short-Manager hatten. Betrachtet man die Ergebnisse aus dem Hedge Fonds-Bereich, so können wir dennoch sehr zufrieden sein. Der Long/Short-Subindex von CSFB Tremont liegt für August bei -1,38%. Wir waren mehr als ein halbes Prozent besser und haben auch den Gesamtindex, der im August -1,53% verloren hat, deutlich geschlagen.

Positive Effekte konnten wir neben unseren Hedges aus unseren PIPE-Investments generieren, die mit 2-3% Monatsplus eigentlich sogar ein positives Monatsergebnis ermöglicht hätten. Was uns dann doch in die roten Zahlen brachte waren Einflüsse aus dem Anleihen-Bereich. Normalerweise ist es so, dass in einem Crash Aktien verkauft werden und die Akteure in sicherere Wandelanleihen umschichten. Dort ist ja über die Rückzahlung zumindest ein teilweiser Kapitalerhalt gesichert. Daneben steigen Wandelanleihen, wenn die Volatilität zunimmt, da dann die eingebaute Option mehr wert wird. Nicht so diesmal. Der Verkaufsdruck im gesamten Zinssegment führte dazu, dass Wandelanleihen an Wert verloren und insofern nicht etwa durch Wertsteigerungen Abschläge im Aktienbereich kompensierten, sondern diese noch gegenüber unseren Kalkulationen vergrößerten.

Nachdem sich die Probleme im Zinsbereich teilweise entspannt haben, konnte die Convertible Bond-Strategie aber bis zur Monatsmitte September ebenso wie alle anderen Teilstrategien gewinnen. Zusammengefasst haben wir in dieser größeren Krise durch unsere aktiven Hedges den Großteil der Marktschwankungen vom Portfolio fernhalten bzw. kompensieren können und erzielen jetzt wieder neue Höchststände in der Wertentwicklung.

Allokation Vola+Value-Portfolio

Traumzeit für Schreiber nannten wir im letzten Report die neue Zeit, die mit dem Übersteigen der 23er-Marke im VIX angebrochen war. Wir haben die Chance genutzt und gerade auch etwas längerfristige Optionen in den letzten Wochen mit schönen hohen Volatilitäten verkaufen können. Dies brachte uns schon im August ein positives Monatsergebnis - trotz noch sehr hohem

Prämienniveau. Im September setzt sich dieser Trend verstärkt fort und wir liegen zur Monatsmitte bereits weitere 1,5% vorn.

Wir halten weiter an unserem 2000-Szenario fest. Wir werden nun zunächst eine Beruhigungsphase sehen in der eine Teil der Marktteilnehmer noch wartet, ob die Zentralbankmaßnahmen wirken werden. Wir denken, dass viel mehr nötig ist, als eine Zinssenkung von 50 Basispunkten um das angeknackste Vertrauen wiederherzustellen. Wir sehen daher aktuell wenig Chancen, dass die Indizes massive Trends aufnehmen werden und damit beste Möglichkeiten um mit Schreiben von Optionen nach beiden Seiten antizyklisch gutes Geld zu verdienen. Insofern bleiben unsere Aussagen aus dem letzten Manager-Report voll erhalten.

Wir verdienen aktuell sehr gutes Geld in Optionen auf Finanzwerte. Daneben aber auch gerade als Kompensation im Gold-Bereich, bei Pharma-Werten und breit gestreut in der Technologie. Sogar die ehemals ziemlich trendstarken Bergbauwerte lassen inzwischen erfolgreiche Optionsengagements auf der Schreiberseite zu. Wir erwarten daher weiter überdurchschnittliche Erträge.

20.09.2007 Straush